



ÉCOLE DE GESTION

L'impact de la corruption sur les activités de fusions et acquisitions transfrontalières

Par
Antony Bureau-Royer

Mémoire présenté à
Monsieur Mohammad Refakar

En vue de l'obtention du grade de
Maîtrise en finance — Maîtrise ès sciences (M. Sc.)

Février 2021

Résumé

Dans les activités de fusions et acquisitions transfrontalières (F&A TF), de nombreux facteurs peuvent être considérés par les entreprises pouvant les motiver ou décourager à acquérir ou fusionner avec d'autres entreprises. Parmi ceux-ci, il y a la corruption. Les entreprises provenant de pays corrompus vont préférer acquérir d'autres entreprises de pays corrompus, car elles savent opérer dans ce genre d'environnement. Elles s'en servent comme avantage compétitif par rapport aux entreprises provenant de pays peu corrompus qui n'ont peu ou pas d'expérience avec le phénomène. Par conséquent, les entreprises de pays peu corrompus vont se tenir éloignées des pays hautement corrompus, car cet environnement apporte beaucoup d'incertitudes et diminue leur rendement possible. Les entreprises voulant s'internationaliser ont tendance à choisir un partenaire provenant d'un pays ayant un niveau de corruption similaire et à éviter des entreprises provenant d'environnement hautement corrompu afin d'éviter les coûts et risques associés. En utilisant un échantillon de 56 pays sur une période allant de 2012 à 2019 et un modèle Probit pour tester la probabilité de réaliser une transaction de F&A TF, il a été observé que dans la très grande majorité des cas, la différence de corruption entre les entreprises cibles et acquéreuses, de même que la corruption présente dans le pays cible, ont un impact significatif sur la décision d'effectuer ou non des transactions de fusions et acquisitions. Par la suite, un ensemble de régression basé sur le modèle de gravité permet d'observer l'impact de la corruption sur le nombre et le volume des transactions. Les résultats démontrent que plus la différence de corruption est grande entre les deux pays, et plus le pays cible est corrompu, moins il y a de transactions et moins le volume des transactions est élevé entre ces pays.

Remerciements

La réalisation de ce mémoire n'aurait pas pu se faire sans beaucoup de patience, de temps et d'efforts. Cependant, je me dois de reconnaître la contribution de plusieurs personnes exceptionnelles qui ont permis de rendre la recherche et la rédaction agréable, stimulante et hautement bénéfique pour moi.

Tout d'abord, mon directeur de recherche M. Mohammad Refakar je te dois mes remerciements les plus sincères. Ton aide, ta grande disponibilité et tes innombrables conseils m'ont permis de mieux comprendre les concepts essentiels à la réalisation et à la rédaction de ce mémoire.

Je tiens également à remercier ma famille et mes amis pour le support, la compréhension et les encouragements tout au long de ce trajet.

Je ne peux pas passer sous le silence l'implication de M. Jean-Pierre Cuerrier. Ta disponibilité, ta rigueur ainsi que ta passion pour mon projet ont permis d'en améliorer tous les aspects. J-P, je ne te remercierais jamais assez !

Finalement, je dois remercier les trois personnes qui furent le plus importantes tout au long de mon parcours académique. Jennifer, sans ta patience, ton support, ton écoute et tes encouragements rien de tout ça n'aurait été possible. Sans toi je n'aurais jamais réussi ce projet ambitieux. Felix et Eva, vous avez été la principale raison de mon retour aux études et ma principale motivation lors des moments plus difficiles. Je suis très fier de vous et de ce que vous m'avez permis d'accomplir.

Bonne lecture

Table des matières

1	Introduction.....	1
2	Revue de la littérature	2
2.1	Les fusions et acquisitions.....	2
2.1.1	Les différents types de fusions et acquisitions	4
2.1.2	Les motivations et défis des fusions et acquisitions transfrontalières	8
2.1.3	Les principaux défis	14
2.1.4	La direction des flux de fusions et acquisitions	21
2.1.5	Fusions et acquisitions des économies en développement vers les économies développées.....	25
2.2	La corruption.....	29
2.2.1	Différents courants littéraires	31
2.2.2	Les acteurs de la corruption.....	33
2.2.3	Les conséquences de la corruption	35
2.2.4	La notation de la corruption.....	38
2.3	La corruption et les fusions et acquisitions.....	39
2.3.1	Études précédentes sur le sujet	39
2.3.2	Modèle de gravité.....	43
2.3.3	Déterminants importants.....	46
2.4	La problématique.....	50
3	Modèle et données.....	50
3.1	Données.....	50
3.2	Modèle	52
3.3	Variables de contrôles	55
3.3.1	Les variables culturelles	56
3.3.2	Les variables financières	57

3.3.3	Les variables institutionnelles.....	60
4	Résultats.....	62
4.1	Statistiques descriptives	62
4.2	Activités de F&A TF par paires de pays.....	66
4.3	Les déterminants de la probabilité d'activités de F&A TF entre les paires de pays	67
4.4	Déterminants du nombre de F&A TF pour une paire de pays	75
4.5	Déterminants du volume des transactions de F&A TF entre une paire de pays	80
4.6	Tests supplémentaires.....	83
4.6.1	Déterminants de la probabilité de réaliser des transactions de F&A TF lorsque les pays sont séparés en quartiles	84
4.6.2	Déterminants du nombre de transactions de F&A TF lorsque les pays sont séparés en quartiles	88
4.6.3	Déterminants du montant des transactions de F&A TF lorsque les pays sont séparés en quartiles	92
5	Conclusion et ouverture	96
6	Bibliographie.....	99
7	Annexes	110
7.1	Annexe 1 – Liste des pays utilisés dans l'échantillon.....	110
7.2	Annexe 2 – Nombre de transaction par paire de pays.....	111
7.3	Annexe 3 – Corrélation entre les variables	112
7.4	Annexe 4 – Explication des variables.....	113

Liste des tableaux

Tableau 1 — Investissements directs étrangers entrants en 2018 par pays.....	23
Tableau 2 — Investissements directs étrangers sortants en 2018 par pays.....	24
Tableau 3 — Impact du PIB sur le nombre de fusions et acquisitions lorsque le Canada est acquéreur entre 2000 et 2019	43
Tableau 4 — Impact de la distance sur le nombre de fusions et acquisitions lorsque le Canada est acquéreur entre 2000 et 2019	45
Tableau 5 — Sommaire des variables	64
Tableau 6 — Analyse Probit des déterminants de la probabilité d'activité de F&A TF	71
Tableau 7 — Analyse des déterminants du nombre de F&A TF	77
Tableau 8 — Analyse des déterminants du volume des transactions de F&A TF	81
Tableau 9 — Déterminants de la probabilité de réaliser des F&A TF lorsque les pays sont séparés en quartiles	85
Tableau 10 — Déterminants du nombre de transactions de F&A TF lorsque les pays sont séparés en quartiles	89
Tableau 11 — Déterminants du volume des transactions de F&A TF lorsque les pays sont séparés en quartiles	93

1 Introduction

Les fusions et acquisitions transfrontalières (F&A TF) sont, depuis maintenant plusieurs années, le mode d'investissement direct étranger qui est favorisé par les investisseurs (UNCTAD, 2018, 2019). De nombreuses raisons peuvent être évoquées par les entreprises pour aller au-delà des frontières nationales ; la recherche de nouveaux clients ou marchés, l'acquisition de ressources qui ne sont pas disponibles localement ou difficilement accessibles, la recherche de technologie et la recherche de main-d'œuvre spécialisée n'en sont que quelques exemples. Avec l'ampleur du phénomène économique que représentent les fusions et acquisitions (F&A), de nombreux gouvernements compétitionnent afin d'attirer des entreprises étrangères à venir s'établir dans leur pays, utilisant différents incitatifs afin d'être le plus attrayant possible pour obtenir de nouveaux capitaux des entreprises étrangères et stimuler ainsi l'économie locale. Cependant, dans les transactions transfrontalières de nombreux éléments additionnels doivent être pris en considération par les entreprises comparativement aux F&A locales. La distance géographique, la différence culturelle, les différences de conditions économiques, les forces technologiques et les traités signés entre les pays sont que quelques-uns des facteurs pouvant stimuler ou décourager une entreprise face à la décision d'aller dans un pays plutôt qu'un autre. Dans le présent mémoire, l'intérêt est porté sur un facteur bien spécifique qui peut avoir un impact majeur sur la probabilité, le nombre de transactions et le volume des transactions de F&A TF, soit, l'influence de la corruption.

Il est démontré dans de nombreuses études (Ali et Said Isse, 2003 ; Azfar, Lee et Swamy, 2001 ; Mauro, 1995) que la corruption décourage les investissements étrangers, augmente les coûts et le risque dans les opérations d'une entreprise. Dans ce mémoire, la corruption est utilisée comme un déterminant des F&A TF entre deux pays d'abord à l'aide d'un modèle Probit pour comprendre son influence sur la probabilité de réaliser une transaction et par la suite à l'aide de régressions multiples basées sur le

modèle de gravité pour observer l'impact qu'elle a sur le nombre et le volume des transactions entre lesdits pays.

Ainsi, suite à une revue de la littérature sur les F&A en général, sur la corruption, et sur les liens entre la corruption et les F&A, une problématique est développée. La section suivant la revue de la littérature présente les données et les modèles utilisés dans la présente étude, ainsi que la méthodologie choisie pour répondre à la problématique. La quatrième section présente et explique les principaux résultats obtenus et, finalement, la conclusion vient synthétiser ladite étude tout en faisant une ouverture sur les possibilités de recherches futures.

2 Revue de la littérature

2.1 Les fusions et acquisitions

Étant constamment à la recherche de revenus plus élevés, lors des dernières décennies, les entreprises ont commencé à regarder au-delà de leurs frontières afin d'accroître leurs marchés. Il existe plusieurs modes d'entrée sur un nouveau marché. L'article de Raff, Ryan et Stahler (2006) explique les quatre principaux modes d'entrée sur un nouveau territoire et qui sont utilisés par les entreprises pour vendre leurs biens soit :

- I. Implanter une usine dans le pays hôte afin de produire les biens localement
- II. Acquérir ou fusionner avec une entreprise locale pour prendre possession de sa capacité de production
- III. Coopérer avec une entreprise locale et créer une coentreprise
- IV. Exporter les biens de l'entreprise dans une usine existante dans le pays cible.

La présente étude s'intéresse au second mode d'entrée, soit l'acquisition ou la fusion avec une entreprise locale afin de prendre possession de sa capacité de production. Ce choix d'entrée est le plus utilisé des quatre (Hyun et Kim, 2007) et

comporte de nombreux avantages sur les autres choix. Il s'avère beaucoup plus rapide de réaliser un processus de F&A que d'implanter une nouvelle usine dans le pays hôte. Cela est beaucoup moins risqué que de créer une coentreprise, car, dans cette dernière, l'entreprise doit partager son mode de production, son savoir-faire, ses avancées technologiques ainsi que ses secrets. Les fuites deviennent plus probables et le produit devient alors plus facile à imiter. Aussi, si l'entreprise locale, après un certain temps, ne voit plus les avantages à la coentreprise, elle peut collaborer avec le gouvernement local afin d'exproprier l'entreprise et, par la suite, garder les connaissances et avantages stratégiques reçus dans la coentreprise (Henisz, 2000). Finalement, exporter les biens de l'entreprise ne permet pas d'être présent et de pouvoir connaître les préférences des consommateurs du nouveau marché et de pouvoir adapter ses produits aux goûts des nouveaux clients potentiels.

Lorsqu'une entreprise s'engage dans un processus de F&A, qu'elle soit transfrontalière ou non, trois résultats sont possibles pour les actionnaires de la société acquéreuse :

- I. Il y a destruction de valeurs pour les actionnaires
- II. Il y a une création de valeurs pour les actionnaires
- III. Les valeurs pour les actionnaires sont préservées.

Le résultat de l'activité de F&A TF pour les actionnaires dépend d'une multitude de facteurs. Les motivations, la façon de surmonter les défis, la prise en compte de différents déterminants de même que les différences de culture sont tous des éléments essentiels à prendre en compte pour s'assurer du succès du développement de l'entreprise dans un autre marché qui se trouve au-delà des frontières locales.

Avec les changements des dernières décennies dans la façon de gérer les affaires, la montée en flèche de la mondialisation, les nouvelles technologies de l'information et les moyens de communication en constante évolution ont amené les entreprises à revoir leurs stratégies d'affaires afin de rester compétitives. À la recherche constante de nouvelles méthodes leur permettant d'améliorer leurs performances opérationnelles

et d'augmenter leurs revenus liés à une déréglementation des investissements directs étrangers (IDE), de généreux incitatifs financiers et l'adoption de traités bilatéraux par les gouvernements ont fait que les F&A TF, canal principal des IDE, sont devenues un moteur central de l'intégration de l'économie mondiale (Xie, Reddy et Liang, 2017) et ont amené les entreprises à regarder de plus en plus au-delà de leurs frontières pour atteindre une croissance maximale. Donc, de plus en plus d'entreprises à travers le monde ont fusionné les unes aux autres en ayant comme principaux motifs de développer de nouveaux marchés, d'intégrer de nouvelles technologies et d'augmenter leurs revenus (Haspeslagh et Jemison, 1991). Ces transactions sont entreprises lorsque les dirigeants des deux entités supposent que la combinaison de celles-ci aura une valeur supérieure aux deux entreprises individuellement (Mirvis et Marks 1992).

En 1980, le total des IDE était évalué à 54 396 millions de dollars US alors que, quarante ans plus tard, en 2019, ces mêmes investissements étaient 28 fois plus élevés, soit 1 539 880 millions de dollars US (UNCTAD, 2019). Les F&A TF représentent une importante portion de tous les IDE, soit environ 80 % annuellement (Hyun et Kim, 2007). Il est donc pertinent de se questionner sur ce qui explique l'importance des activités de F&A TF. Mais avant de s'intéresser aux motifs expliquant le phénomène, il est important d'expliquer les différents types de F&A possible, car lorsqu'une entreprise veut se développer grâce à celle-ci, le choix du type de F&A peut faire la différence entre l'échec et la réussite de la transaction, menant entre autres à une destruction ou à une création de valeurs pour les actionnaires.

2.1.1 Les différents types de fusions et acquisitions

Comme les F&A sont rarement un mariage entre deux compagnies égales (Humpal, 1971 dans Cartwright et Cooper, 1994), les concepts de fusion et d'acquisition sont identifiés comme étant très semblables. Dans les deux cas, on réfère à la réorganisation d'entreprise qui sert à transférer le contrôle de la propriété d'une entreprise (la cible) à l'autre (l'acquéreur) (Koi-Akrofi, 2016). C'est pourquoi, dans la littérature, on parle

souvent uniquement de fusions sans faire mention des acquisitions en prenant pour compte que le terme fusion englobe l'ensemble des activités de F&A. Mais, à proprement parler, les deux concepts sont différents et il existe dans la littérature de nombreuses définitions pour ceux-ci.

Vazirani (2012) différencie les fusions des acquisitions de la façon suivante : les fusions se produisent lorsque deux organisations acceptent volontiers de collaborer les unes avec les autres en joignant leurs actifs, leurs passifs et leurs valeurs culturelles sur une base relativement égale. En revanche, les acquisitions se produisent lorsqu'une organisation achète et reprend les opérations d'une autre entreprise. Bien que les concepts soient clairs et faciles à comprendre selon cette définition, l'explication de Koi-Akrofi (2016) semble plus appropriée, car elle tient compte du concept d'offre amicale ou hostile. Ce dernier affirme que la fusion implique l'union de deux ou plusieurs entreprises en une seule, par achat ou mise en commun d'intérêts alors qu'une acquisition consiste à obtenir le contrôle d'une société cible, par achat d'actions ou par échange amical ou hostile. En société de droits, une fusion est le rapprochement de deux sociétés dans lesquelles une société transfère tous ses actifs à l'autre qui continue d'exister ; les actionnaires de la société consommée reçoivent ainsi des actions de la société survivante. D'autre part, une acquisition implique généralement l'achat des actifs ou des actions de la société acquise. Ces actions sont transférées aux actionnaires de la société acquéreuse pour de l'argent ou pour la dette, ce qui donne à la société absorbante un contrôle effectif sur les actifs et le passif de la société acquise. L'acquisition se fait soit par l'achat de la quasi-totalité des actifs dans le cadre d'une prise de contrôle complète ou en achetant une partie des actifs lors d'une prise de contrôle partielle.

Les fusions et acquisitions peuvent être soit amicales, soit hostiles. La plupart du temps les fusions sont amicales. Une F&A amicale signifie que les directions des deux entreprises négocient de bonne foi les paramètres de la transaction et présentent par la suite aux actionnaires des deux entreprises une proposition qui semble la meilleure pour les entreprises concernées. Pour ce qui est d'une offre hostile, c'est habituellement

le cas lorsque les négociations entre les deux parties n'arrivent pas au résultat escompté et que la société acquéreuse fait une offre qui est à prendre ou à laisser directement aux actionnaires de l'entreprise cible sans passer par la direction de celle-ci (Bruner, 2004).

Cartwright et Cooper (1994) présentent dans leur étude quatre principaux types de F&A :

- I. Verticale : elle représente la combinaison de deux entreprises qui se trouvent à différents endroits de la chaîne de production dans la même industrie, ce qui réduit ladite chaîne pour la fabrication d'un bien et qui amène à une économie de coût substantiel et s'assure de l'approvisionnement d'une ressource qui peut être critique aux opérations de l'entreprise. Il s'agit habituellement de l'intégration d'un fournisseur ou d'un client. Un bon exemple de fusion verticale est lorsque eBay fusionna en 2002 avec le site transactionnel PayPal permettant ainsi aux utilisateurs en ligne de transférer de l'argent plus facilement. PayPal offre la possibilité de transférer des paiements en ligne d'un utilisateur à un autre. Ainsi, lorsque eBay et PayPal ont fusionné, la facilitation transactionnelle a contribué à augmenter les bénéfices et le succès non seulement d'eBay, mais également de PayPal.¹
- II. Horizontale : elle représente la combinaison entre organisations de la même industrie. Ces transactions sont donc réalisées entre sociétés concurrentes qui partagent les mêmes gammes de produits et de marché (Motis, 2007). Les raisons de ce genre de transaction sont multiples, mais c'est principalement dans le but de consolider une position sur le marché, aller chercher de nouveaux clients, de la technologie, des produits et la recherche et développement (R&D) de concurrents. Un exemple de transaction horizontale est lorsque Facebook a fait l'acquisition en 2012 pour 1 milliard de dollars américains d'Instagram.² Instagram était un concurrent de Facebook dans le marché des réseaux sociaux

¹ <https://dealroom.net/blog/definition-of-vertical-mergers-and-examples-of-vertical-m-a-deals>.

² <https://howdo.com/innovation-tools/mergers-and-acquisitions/horizontal-vertical-mergers-and-acquisitions-differences/>.

et en faisant son acquisition, Facebook a du même coup acquis l'ensemble des clients d'Instagram, a pu créer des interactions entre les deux plateformes et a consolidé sa place de leader dans le marché des réseaux sociaux.

- III. Concentré : la transaction consiste en une combinaison d'entreprises non familières, mais de champs d'activités liées. Les activités des deux entreprises ne sont donc pas du même secteur, mais les activités sont semblables et peuvent facilement être jumelées les unes aux autres. Un exemple concret de ce type de transaction serait l'acquisition en 2018 par BRP du fabricant de bateaux de pêche en aluminium Alumacraft.³ BRP étant surtout reconnu pour ses produits récréatifs Ski-doo et Sea-Doo ainsi que pour ses motos à trois roues Can-Am. BRP qui n'était pas investi dans la fabrication de bateaux a réalisé cette acquisition dans le but de diversifier son offre, mais tout en restant dans le secteur des produits récréatifs.
- IV. Conglomérat : ce dernier type de transaction se décrit comme une combinaison entre des organisations de champs d'activités complètement différentes. Les deux entreprises impliquées dans la transaction sont sur des marchés différents et/ou n'ont pas d'activités en commun. Le meilleur exemple pour illustrer ce type de transaction est l'entreprise du célèbre investisseur Warren Buffet, Berkshire Hathaway, qui représente l'un des plus gros conglomérats du monde. Formée par des années d'acquisitions et de fusions, Berkshire Hathaway est responsable de la propriété d'entreprises qui fournit des services publics, des biens de vente au détail, des transports, des assurances ainsi que plusieurs autres services financiers pour n'en nommer que quelques-uns.⁴ Plusieurs de ces entreprises n'ont aucun lien les unes avec les autres, mais mises ensemble elles forment un conglomérat.

³ <http://ir.brp.com/fr/news-releases/news-release-details/brp-acquiert-alumacraft-et-cree-un-nouveau-groupe-marin>.

⁴ <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/deals/conglomerate/>.

2.1.2 Les motivations et défis des fusions et acquisitions transfrontalières

Il est pertinent de comprendre les différents motifs qui incitent les entreprises, autant les dirigeants que les actionnaires, à vouloir s'internationaliser et à aller s'établir au-delà de leurs frontières locales. De plus, il est important de constater quels sont les principaux défis et obstacles rencontrés par ces entreprises une fois que la décision est prise d'acquérir ou de fusionner avec une entreprise cible étrangère. Le concept de théorie d'agence en est à la base. Ce concept est défini comme la relation dans laquelle une ou plusieurs personnes (le principal) engagent une autre personne (l'agent) pour rendre un service sur leur nom, ce qui implique de déléguer un certain pouvoir décisionnel à l'agent (Jensen et Meckling, 1976 ; Ross, 1973). La pierre angulaire de la théorie d'agence est que les intérêts du principal et celui de l'agent divergent (Hill et Jones, 1992). La divergence d'intérêts entre les actionnaires (le principal) et la direction de l'entreprise (l'agent) est habituellement due à l'asymétrie d'information qui existe entre les deux groupes. Les actionnaires visent à créer de la richesse pour l'entreprise qui se traduit par une hausse de la valeur de leurs actions et qui, par le fait même, augmente leur richesse. En contrepartie, la direction des entreprises peut avoir des objectifs différents qui visent la réalisation d'objectifs à court terme afin d'atteindre différents incitatifs financiers, ou peut avoir des raisons qui ne sont pas alignées avec les besoins des actionnaires dans le choix d'un partenaire de F&A TF. Il est donc possible de clairement identifier des motivations distinctes entre les actionnaires et la haute direction d'une entreprise de vouloir s'investir dans des activités de F&A TF.

2.1.2.1 Les principales motivations des actionnaires

Selon Dunning (1998), les F&A se développent à l'échelle mondiale pour quatre principales raisons, soit la recherche de marchés, la réduction des coûts, l'obtention de ressources et de matériaux et la recherche d'actifs stratégiques.

2.1.2.1.1 Recherche de marchés

Lorsqu'une entreprise arrive à maturité dans son marché, deux choix s'offrent à elle afin de continuer sa croissance : développer de nouveaux produits ou développer de nouveaux marchés. Pour celle qui choisit la seconde option, le moyen le plus rapide d'accéder à un nouveau marché demeure une F&A TF. Aller dans un nouveau territoire fournit à l'entreprise une façon de croître en taille, en pouvoir et en santé économique, et lui permet également d'entrer ou de contrôler rapidement un nouveau marché (Cartwright, Cooper et Jordan 1995). L'entreprise peut ainsi accroître significativement son pouvoir de marché. Plus elle a de pouvoir sur le marché, plus elle peut alors contrôler le prix de vente de ses produits. En étant maintenant présente sur plusieurs marchés, l'entreprise peut espérer obtenir des contrats multi marchés, ce qui permet l'augmentation de ses ventes.

Kronberg et Thomsen (2009), quant à eux, estiment que des compagnies étrangères peuvent aller s'établir dans un nouveau marché, car elles vont posséder un avantage sur les compagnies locales du même secteur. Appuyées par les capitaux, la marque, le savoir-faire et les autres ressources déjà établis de la compagnie mère, ces compagnies étrangères posséderont un avantage stratégique afin de dominer le nouveau marché.

2.1.2.1.2 Réduction de coûts

Plusieurs des économies de coûts lors des F&A sont communes aux F&A locales et aux F&A TF. Tout d'abord, lorsque deux entreprises sont mises en commun, il y a nécessairement de nombreuses économies d'échelle qui sont réalisées et des gains synergiques permettent d'économiser certaines dépenses. Une production commune, des systèmes comptables mis en commun, l'utilisation du même réseau de distribution sont quelques-uns des exemples de réduction qui sont réalisés lors des activités de F&A. Motis (2007) mentionne, quant à lui, que grâce aux F&A, les entreprises réaliseront d'importants gains d'efficience qui se traduiront par des réductions de coûts

grâce à des économies d'échelles, des économies de gamme ou des économies liées à une intégration verticale. Une fois fusionnée, la nouvelle entreprise peut procéder à une réallocation plus optimale de la production et augmenter son pouvoir de négociation avec les clients et les fournisseurs. L'économie de coûts financiers n'est pas à négliger, car une entreprise fusionnée de plus grande taille a un meilleur pouvoir de négociation avec les institutions financières. Elle a ainsi un meilleur accès aux marchés des capitaux, moins de restrictions financières et est capable de négocier des taux d'intérêt plus compétitifs que les deux entreprises distinctes.

De plus, plusieurs études (Cartwright *et al.* 1995 ; Chung et Alcacer 2002 ; Motis, 2007) mentionnent que des entreprises préfèrent aller s'établir dans un pays où le système de taxation est avantageux et peuvent donc profiter d'avantages fiscaux et d'importantes réductions de taxe.

2.1.2.1.3 Recherche de ressources et matériaux

Plusieurs études (Chung et Alcacer, 2002 ; Deng, 2009 ; Wesson, 2004) affirment que, parmi les nombreuses alternatives pour avoir accès et pouvoir se procurer des ressources stratégiques, les IDE dont les F&A TF en particulier, demeurent sans aucun doute le moyen le plus efficace. Les besoins peuvent être en ressources humaines, matérielles, technologiques, ou encore, il peut s'agir de connaissances ou compétences. Les entreprises peuvent d'abord décider de faire des activités de F&A TF afin de répondre à un besoin de main-d'œuvre. Elles iront s'établir dans les pays moins développés si elles sont à la recherche de main-d'œuvre à faible coût pour la production. Alors, qu'au contraire, elles iront s'établir dans les pays hautement développés technologiquement si elles recherchent de la main-d'œuvre hautement spécialisée.

Cartwright *et al.* (1995), King et Tucci (2002), Makino, Lau et Yeh (2002) et Szucs (2014) se sont tous intéressés aux activités de F&A dans le but de poursuite technologique. Les entreprises vont vers de nouveaux marchés afin de pouvoir

répondre aux changements technologiques et ramener les technologies acquises sur le marché local leur permettent soit de devenir leader sur le marché d'origine ou encore afin de s'adapter aux nouvelles réalités du marché et pouvoir survivre. Xie *et al.* (2017) affirment que les activités de F&A sont influencées par des chocs spécifiques aux avancements technologiques. Lorsqu'il y a d'importantes avancées technologiques, les activités de F&A TF sont favorisées dans les régions plus avancées technologiques. Car, comme l'a publié Cantwell (1989), la technologie diffère d'une place à l'autre puisqu'elle dépend de facteurs spécifiques à l'emplacement, tels que l'innovation établie précédemment, du système d'éducation et des liens entre le système d'éducation. Les entreprises qui vont donc aller s'installer là où la technologie est florissante afin de leur donner accès à celle-ci.

Pour ce qui est des ressources matérielles, de nombreuses études (Chen and Chen, 1998 ; Deng et Wang, 2015 ; Dunning et Lundan, 2008 ; Frost, 2001 ; Kumar, 2003 ; Lecraw, 1993 ; Makino and Delios, 1996 ; Makino et al. 2002 ; Van Hoesel, 1999 ; Wesson, 1994) se sont intéressées au fait que les entreprises vont dans d'autres pays afin de s'assurer de l'approvisionnement d'une ressource stratégique importante pour les activités de l'entreprise. Si la ressource est indisponible ou en quantité limitée dans le marché local, l'entreprise peut trouver un autre accès à la ressource dans un autre pays, ce qui lui procure un avantage important dans son marché local.

Afin de développer des avantages stratégiques sur leur marché, de nouvelles compétences et de nouvelles connaissances acquises à l'international peuvent s'avérer importantes. Certaines entreprises vont s'établir dans d'autres pays afin d'apprendre et pouvoir rapporter à la maison ce qu'elles ont appris.

2.1.2.1.4 Actifs stratégiques

Chung et Alcacer (2002), quant à eux, proposent dans leur étude que l'une des principales raisons d'aller à l'international pour les entreprises est lorsqu'elles possèdent des avantages concurrentiels. Ces entreprises veulent croître le plus possible

afin d'internationaliser leurs capacités et d'en obtenir le rendement le plus élevé possible, pendant qu'elles sont les seules à posséder cette capacité. Il y a aussi, dans le cas contraire, les entreprises qui vont s'établir à l'étranger afin d'aller acquérir des capacités spécifiques non disponibles sur leur marché, leur permettant ainsi d'exploiter une capacité qu'elles seront les seules à avoir sur le marché local.

2.1.2.2 Les principales motivations des dirigeants

Les principales motivations propres aux dirigeants d'entreprises sont beaucoup moins nombreuses que les motivations des actionnaires. Elles ne sont que rarement créatrices de valeurs et ne voient pas à la santé financière de l'entreprise, mais sont plutôt centrées sur le dirigeant en tant que tel. Les motivations sont grandement inspirées de l'étude de Motis (2007) qui s'intéresse aux motifs expliquant les fusions et acquisitions.

2.1.2.2.1 Construction d'un empire

Le dirigeant de l'entreprise peut avoir comme objectif d'augmenter la taille de l'entreprise qu'il souhaite diriger. De cette façon, il gagne en expérience, en notoriété et gagne du pouvoir afin d'augmenter sa visibilité sur le marché dans le but d'obtenir un poste plus prestigieux dans le futur. Il réalise des F&A qui améliorent la taille de l'entreprise à court terme, mais ne recherche pas nécessairement celles qui créent le plus de valeurs à long terme.

2.1.2.2.2 Hubris

Hubris est un mot d'origine grec signifiant que la conduite de l'homme est menée par la démesure et l'orgueil tandis que, dans le monde financier actuel, l'hubris

décrit une qualité de personne qui a une fierté extrême ou insensée ou encore un excès dangereux de confiance, le tout souvent combiné avec de l'arrogance. C'est donc dire que le gestionnaire pense, souvent à tort, être meilleur dans la gestion d'autres entreprises que les gestionnaires actuels de celles-ci. Le gestionnaire procède alors à l'acquisition de ces entreprises en pensant augmenter leur profitabilité sans trop se soucier de la création de valeurs ou des synergies possibles de l'entreprise qu'il dirige actuellement. L'hubris managériale est indiquée par Haunschild (1993) comme une cause importante des échecs de F&A.

2.1.2.2.3 Diversification des risques

Le gestionnaire a comme objectif la diversification personnelle du risque au détriment de l'entreprise. Il arrive parfois que la stratégie d'investissement globale d'un gestionnaire pour construire un portefeuille comprend des F&A. Selon la théorie de portefeuille (Markowitz 1952), il s'agit en effet d'une bonne façon de diversifier le risque en maximisant les rendements attendus. Donc, il arrive que le dirigeant priorise son portefeuille personnel à celui de l'entreprise.

Les raisons d'acquérir ou de fusionner avec une entreprise sont nombreuses et souvent créatrices de valeurs. Il reste au Conseil d'administration de s'assurer que les F&A sont réalisées toujours en gardant la création de valeurs pour l'entreprise en priorité. L'ensemble des raisons mentionnées précédemment rendent les activités de F&A très attrayantes. Alors, pourquoi ce n'est pas l'ensemble des entreprises qui sont tentées d'aller voir vers de nouveaux marchés pour étendre ses activités ? Parce que de nombreux défis doivent être surmontés et s'ils ne sont pas pris en compte lors d'une transaction, les chances que celle-ci soit une réussite sont très faibles.

2.1.3 Les principaux défis

Lorsqu'une entreprise décide de s'engager dans une activité de F&A, qu'elle soit transfrontalière ou non, elle la réalise dans le but de faire accroître les profits, mais, du même coup, elle augmente ses risques (Malhotra, Sivakumar et Zhu, 2011). Les F&A sont synonymes de période de grands changements organisationnels. Les façons de faire, les objectifs, les produits et les stratégies peuvent être bouleversés. Selon Marks (1998), les F&A diffèrent des autres changements organisationnels selon trois principaux aspects :

- I. La vitesse du changement
- II. L'échelle du changement
- III. La masse critique d'incertitudes que la transaction représente pour les deux organisations.

Cette période de grands changements amène donc son lot de défis et d'obstacles autant pour les employés, que pour la direction et pour les actionnaires, afin de faire de la transaction un succès. Les défis liés aux activités ont été grandement étudiés dans la littérature. Ainsi les opérations de F&A peuvent être séparées en trois périodes principales soit la période de pré-acquisition, la période d'acquisition et finalement la période post-acquisition. Chaque période comporte son lot de défis qui peuvent compromettre le succès de la transaction.

2.1.3.1 Pré-acquisition

La période pré-acquisition est lorsque l'entreprise a identifié un besoin spécifique financier, stratégique ou opérationnel qu'elle compte combler en allant à l'étranger. Cette période est donc la recherche d'un partenaire au-delà des frontières qui permettra à l'entreprise de combler le besoin identifié.

Le principal défi dans la recherche d'un partenaire à l'étranger repose dans le choix de l'emplacement où réaliser la transaction. Afin de choisir l'emplacement idéal, la littérature recommande d'analyser attentivement les liens nationaux, d'origine et d'accueil, les possibilités d'interaction avec les différentes institutions du pays d'accueil (institutionnelle, financière, gouvernementale et le public), la possibilité de transfert de ressources, les avantages spécifiques à l'organisation dans le pays hôte et finalement les possibilités d'interactions avec le gouvernement local (Goodall et Roberts 2003 dans Gorostidi-Martinez et Zhao 2017). Le choix de la location est un défi important qui est trop souvent sous-estimé par les gestionnaires. Un mauvais choix de location peut entraîner de nombreuses complications qui peuvent mener à l'échec de la transaction, car, malgré que le partenaire de la transaction semble optimal, si le pays d'accueil est hostile à l'entreprise et qu'elle a de la difficulté à s'implanter dans le pays, les avantages perçus de la transaction seront vite supplantés par les coûts associés à un mauvais choix d'emplacement.

2.1.3.2 Acquisition

En ce qui concerne la période d'acquisition, les principaux défis sont associés aux différents coûts engagés lors de la transaction. Les entreprises s'engageant dans des activités de F&A TF doivent bien planifier les différents coûts qui sont associés à la transaction afin de s'assurer qu'ils soient inférieurs aux rendements espérés de la fusion. Comme plusieurs études le démontrent (Barkema et Schijven 2008 ; Bris et Cabolis 2008 ; Chen, Huang et Chen 2009 ; Dutta Malhotra et Zhu 2016 ; Geppert, Dorrenbacher, Gammelgaard et Taplin 2013 ; Moeller et Schlingemann 2005 ; Xie *et al* 2017) les coûts de transactions pour les F&A TF sont significativement plus élevés que ceux des transactions domestiques en raison du contexte international et des différentes lois aux frontières relatives à la fiscalité différente de chaque pays, aux différents frais juridiques d'aller s'établir dans un nouveau territoire et à la protection

des investisseurs qui est différentes d'un endroit à l'autre. Si la planification des coûts n'est pas efficace, il y a de fortes chances que la transaction se solde par un échec.

Gorostidi-Martinez et Zhao (2017) affirment que le principal défi de la phase d'acquisition lors des F&A TF est de bien connaître et de faire une prévision adéquate du coût d'établir des affaires à l'étranger. Ils définissent ces coûts comme étant l'ensemble des coûts associés à un environnement d'exploitation économique inconnu, des différences administratives et culturelles et à la distance géographique. En allant dans un marché avec lequel elles ne sont pas familières, les entreprises s'engagent à différents coûts, car ils ne connaissent pas les conditions commerciales du pays hôte (Kronberg et Thomsen 2009). Des coûts supplémentaires doivent donc être prévus pour évaluer le nouveau marché que ces dernières comptent exploiter et les différentes règles qui s'y rattachent. Pour une entreprise, une planification inadéquate des coûts à engager lors de la période d'acquisition est l'une des cinq raisons principales d'échec possible d'une fusion selon Gadiesh et Ormiston (2002). Les auteurs affirment dans leur étude que les causes sont les suivantes :

- I. Une mauvaise justification stratégique : une entreprise qui va réaliser une F&A TF dans un but autre que celui de la création de valeurs, ou encore la réalisation d'une mauvaise stratégie organisationnelle
- II. Le fait de trop payer pour une acquisition, bien qu'une cible semble parfaitement compléter l'entreprise et que les synergies possibles sont très intéressantes, une entreprise qui ne respecte pas le budget initial et s'engage dans des dépenses nettement supérieures que celles prévues, ou encore si elle s'engage dans une surenchère pour acquérir l'entreprise cible
- III. Une planification inadéquate, telle que mentionnée précédemment, amenant l'entreprise à ne pas prévoir et intégrer les coûts afférents à la transaction, ou à engager des coûts supplémentaires imprévus
- IV. Un vide dans le leadership exécutif, où l'équipe responsable de la transaction n'est pas solide et expérimentée dans ce genre de transaction. Selon l'étude de

Cartwright et Cooper (1992), les F&A représentent une épreuve distincte et spéciale pour la direction pour les raisons suivantes :

- i. Les F&A sont des événements émotifs et potentiellement stressants qui affectent toutes les parties impliquées
- ii. Les F&A créent une vision du changement et doivent augmenter la cohésion inter-organisationnelle
- iii. Les dirigeants des F&A sont invariablement trop confiants dans leurs estimations de la vitesse et de la facilité à laquelle ils peuvent réussir l'intégration des entreprises
- iv. Les F&A résultent souvent en des pertes de personnels non planifiées à tous les niveaux, qui mis à part la perte de talent que représentent les départs, ont aussi un effet démotivant et perturbateur sur les effectifs restants.

Il devient donc particulièrement important d'avoir des gestionnaires qui sont efficaces et compétents afin de pouvoir vaincre les défis énoncés précédemment et qui risquent de se présenter à eux

- V. Une inadéquation culturelle se produit lorsque deux entreprises de pays différents se fusionnent, il y a un choc de culture entre les deux pays ; si cet aspect n'est pas géré adéquatement, la transaction peut résulter en un échec.

2.1.3.3 Post-acquisition

Une fois la transaction complétée et les entreprises fusionnées, plusieurs défis importants vont se présenter à l'entreprise nouvellement créée. Ces défis doivent être pris en compte, considérés et calculés avant même d'effectuer la transaction, car le fait de négliger de prendre en compte le défi post-acquisition est l'une des principales causes d'échec des F&A TF. Les principaux défis post-acquisitions peuvent être regroupés en deux catégories, soit : les ressources humaines et les différences culturelles (Bellinger et Hillman, 2000 ; Luo et Tang, 2007). Des employés de différentes

organisations doivent maintenant travailler pour la même organisation et les différences entre les organisations avant qu'elles fusionnent peuvent amener d'importants conflits chez les employés. La fusion de deux entreprises de pays différents veut nécessairement dire qu'il doit aussi y avoir fusion entre les deux cultures nationales différentes, fusion qui peut être difficile à réaliser et amener plus de problèmes que prévu initialement.

2.1.3.3.1 Ressources humaines

Les ressources humaines représentent une entité inestimable dans le bon fonctionnement des opérations d'une entreprise. Celle-ci doit le reconnaître et toujours prendre en compte les employés dans les décisions d'affaires. Les entreprises qui ne reconnaissent pas l'importance des ressources humaines dans leurs organisations et leurs rôles dans le succès d'intégration ont échoué dans leurs poursuites du succès. Cette affirmation est particulièrement vraie dans le domaine des F&A (Daniel et Metcalf, 2001 ; Liberatore, 2000). L'étude de Haspeaslagh et Jeminson (2004) ainsi que celle de Giles (2000) affirment que les dirigeants qui négligent l'effet que les F&A ont sur leurs employés représentent une des principales raisons des échecs des F&A. Davy, Kinicki, Kilroy et Scheck (1998) et Vazirani (2012) vont encore plus loin en affirmant qu'à eux seuls, les problèmes liés aux ressources humaines dans les transactions de F&A TF sont responsables d'environ le tiers de tous les échecs dans ce genre de transaction. Les F&A TF génèrent beaucoup d'incertitude quant aux opérations chez les employés et l'incertitude peut créer une insatisfaction chez ceux-ci ainsi qu'un comportement qui est contreproductif pour l'entreprise nouvellement fondée. Afin de tenter de minimiser l'impact que les activités de F&A TF ont sur les employés, Cartwright *et al.* (1995) suggèrent qu'il est essentiel, au minimum, que certains groupes d'individus clés travaillent ensemble et établissent une compréhension partagée et commune des objectifs et stratégies que la nouvelle entité tente d'implanter. Ils peuvent par la suite la partager à l'ensemble des employés et ainsi réduire l'effet

que l'incertitude de la transaction amène. Si les principaux employés ne jouent pas le rôle d'intermédiaire afin d'influencer les employés à adhérer à la vision et stratégie de l'entreprise nouvellement créée, celle-ci risque fortement de souffrir d'un manque de communication entre la direction et les employés, d'hostilité des employés, de nombreux conflits qui peuvent avoir comme effet de réduire l'engagement et la coopération des employés par rapport aux buts et objectifs de la nouvelle entreprise fusionnée (Chatterjee, Lubatkin, Schweiger et Weber, 1992 ; Weber, 1996).

Une mauvaise intégration des employés a d'importantes répercussions sur ces derniers telles qu'une hausse du stress devant l'incertitude que va créer la transaction (Cartwright et Cooper, 1994 ; Weber, Tarba et Reichel, 2011). Le stress occasionné a, à son tour, de nombreuses conséquences telles que :

- I. La perte d'identité des employés face à la nouvelle entreprise (Cartwright et Cooper, 1994)
- II. Devant l'incertitude, plusieurs employés sont réfractaires aux changements, une faible coopération avec le processus de transfert s'installe, car ils ne veulent pas répondre positivement aux changements de politiques que crée la nouvelle entreprise.
- III. Comme les employés refusent les changements proposés par la nouvelle entité, très peu d'initiatives et très peu d'engagements se prennent en faveur du succès de la fusion.
- IV. En dernier lieu, face à toutes les conséquences mentionnées précédemment, l'entreprise fait face à de nombreuses démissions et, ce, à tous les niveaux, résultant en un taux de roulement élevé parmi les cadres supérieurs de l'entreprise.

Il est donc essentiel pour les entreprises de prendre en compte les employés lorsqu'elles désirent réaliser des F&A TF. Les employés doivent se sentir impliqués, accepter la situation et partager l'avis des décideurs comme quoi la transaction est pour faire croître l'entreprise. La meilleure façon d'intégrer les employés est d'établir un bon plan de communication pour que ceux-ci puissent être au courant des

développements. Des employés mieux informés seront des employés qui seront plus impliqués dans le succès de la transaction. Le cas contraire amène de nombreux coûts additionnels qui compromettent le succès de l'opération.

2.1.3.3.2 Différences culturelles

Un des principaux sujets d'étude en ce qui concerne les F&A TF est l'effet de la différence culturelle sur les performances et la réussite. La fusion de deux entreprises de différents milieux amène nécessairement un choc de culture. Chaque pays a une culture nationale qui lui est propre et intégrer deux cultures différentes peut être particulièrement long, difficile et coûteux. Les gestionnaires des F&A TF doivent absolument considérer cet aspect dans leurs transactions, car des gens de différentes cultures devront inévitablement travailler ensemble (Ahern, Daminelli et Fracassi, 2015) et, si l'intégration des cultures est oubliée dans le processus, de nombreux conflits peuvent apparaître puisque la culture affecte les décisions économiques fondamentales (Guiso, Sapienza et Zingales, 2006). Intégrer deux cultures au même moment où deux entreprises se fusionnent représente un défi fondamental (Chatterjee, Lubatkin, Schweiger et Weber, 1992 ; Malekzaden et Nahavandi, 1998 ; Weber, 1996). Plus la distance culturelle est grande entre le pays hôte et le pays acquéreur, plus les coûts d'adaptation, le suivi de la performance, la gestion des conflits interentreprises, le partage d'informations, le transfert des ressources stratégiques et la protection contre les comportements opportunistes de l'entreprise cible seront grands (Gatignon et Anderson, 1988 ; Li et Guisinger, 1992 ; Zhao, Luo et Suh, 2004). Les différences culturelles créent des frictions dans la compréhension du langage du partenaire, ses valeurs et ses indices non verbaux ce qui mène à des conflits ayant pour conséquences de réduire l'implication et la confiance entre les entreprises (Xie *et al.*, 2017). Les problèmes mentionnés précédemment sont habituellement inévitables et coûteux. Bellinger et Hillman (2000) mentionnent que, plus l'entreprise acquéreuse a une grande tolérance organisationnelle, plus elle sera capable d'intégrer l'entreprise cible

facilement. La tolérance organisationnelle fait référence à la capacité d'une entreprise à apprécier les différences et à assimiler, intégrer et apprendre efficacement les différences. Les entreprises doivent donc prendre en considération, qu'en allant à l'étranger, elles font possiblement face à de différentes langues, religions, cultures, coutumes et croyances. Cette réalité doit donc être prise en compte et un plan d'intégration doit être efficacement mis en place pour réduire au minimum les coûts et conflits que ces différences peuvent générer.

2.1.4 La direction des flux de fusions et acquisitions

Depuis de nombreuses décennies, les flux d'IDE étaient concentrés dans les pays ayant une économie développée. Comme le mentionne l'étude de Xie *et al.* (2017) entre 1995 et 2014 le classement des nations qui procédaient au plus grand nombre d'acquisitions identifiait les États-Unis, le Royaume-Uni, le Japon, la France et le Canada alors que les cinq nations les plus ciblées étaient composées des États-Unis, du Royaume-Uni, du Canada, des Pays-Bas et de l'Allemagne, toutes des nations ayant des environnements institutionnels favorables, des marchés financiers efficaces, des ressources adéquates et de bonnes conditions d'affaires. Donc, comme la majorité (environ 70 %) des flux de capitaux se produisent encore entre les pays développés (Hyun et Kim, 2007), la majorité des études littéraires vont dans le même sens.

Cependant, un phénomène s'est produit au cours des récentes décennies qui, pour l'instant, a donné lieu à peu d'intérêt dans la littérature : l'explosion des flux d'IDE provenant et vers les pays en développement. En 2000, les économies en développement recevaient que 17 % de tous les IDE alors que les pays développés recevaient quant à eux 82 % des flux. En 2019, la situation avait grandement changé alors que les économies en développement recevaient maintenant 44 % et les pays développés recevaient 52 % de tous les IDE. La situation est la même pour les flux sortant alors qu'en 2000, un peu plus de 7 % des IDE sortaient des pays en voie de développement et plus de 92 % provenaient des pays développés, alors qu'en 2019,

28 % provenaient des pays en développement et 70 % venaient des pays développés (UNCTAD 2019). Comme le montre les tableaux 1 et 2, extraits de UNCTAD 2019, le classement des pays qui envoient et reçoivent les flux d'IDE a grandement changé depuis l'étude de Xie *et al.* (2017) mentionnée précédemment alors qu'autant dans les flux entrants que dans les flux sortants des pays ayant des économies en développement font leur apparition dans le *top 5* et de nombreux autres sont présents dans le *top 20*. Il est donc essentiel de porter attention à ce phénomène nouveau à savoir les fusions et acquisitions provenant des économies en développement vers les économies développées ainsi que les motifs et défis qui sont propres aux pays en développement qui souhaitent s'établir dans les pays développés.

Tableau 1 — Investissements directs étrangers entrants en 2018 par pays

Economy (Ranked by inflow value)	Inflows		Inward stock
	Value	Ratio to GDP	Ratio to GDP
	(Billions of US\$)	(Percentage)	(Percentage)
United States of America	252	1.2	36
China	139	1.0	12
China, Hong Kong SAR	116	31.9	550
Singapore	78	22.4	426
Netherlands	70	7.6	183
United Kingdom	64	2.3	67
Brazil	61	3.3	37
Australia	60	4.2	47
Spain	44	3.1	46
India	42	1.5	14
Canada	40	2.3	52
France	37	1.3	30
Mexico	32	2.6	40
Germany	26	0.6	24
Italy	24	1.2	21
Indonesia	22	2.1	22
Israel	22	5.9	40
Viet Nam	16	6.3	59
Korea, Republic of	14	0.9	14
Russian Federation	13	0.8	25

Note: Excluding financial centres in the Caribbean (see note, table 3.3.1).

Source : UNCTAD Handbook of Statistics 2019 p.4

Tableau 2 — Investissements directs étrangers sortants en 2018 par pays

Economy (Ranked by outflow value)	Outflows		Outward stock
	Value	Ratio to GDP	Ratio to GDP
	(Billions of US\$)	(Percentage)	(Percentage)
Japan	143	2.9	33
China	130	1.0	14
France	102	3.7	54
China, Hong Kong SAR	85	23.5	515
Germany	77	1.9	41
Netherlands	59	6.5	266
Canada	50	3.0	78
United Kingdom	50	1.8	60
Korea, Republic of	39	2.4	24
Singapore	37	10.7	294
Russian Federation	36	2.2	21
Spain	32	2.2	40
Switzerland, Liechtenstein	27	3.8	178
Saudi Arabia	21	2.7	14
Italy	21	1.0	26
Sweden	20	3.6	67
China, Taiwan Province of	18	3.1	58
Thailand	18	3.5	24
United Arab Emirates	15	3.6	33
Ireland	13	3.6	245

Note: Excluding financial centres in the Caribbean (see note, table 3.3.1).

Source : UNCTAD Handbook of Statistics 2019 p.4

2.1.5 Fusions et acquisitions des économies en développement vers les économies développées

Comme les F&A TF provenant des économies en développement sont un phénomène relativement récent, la littérature spécifique à ce sujet n'est pas encore très volumineuse. Mais qu'est-ce qui explique que les entreprises venant des économies émergentes ont soudainement eu les moyens de s'internationaliser ? Des chercheurs avancent que la libéralisation financière et le développement des marchés des actions et des marchés obligataires, couplés à une plus grande facilité de crédit fournie par les banques locales, ont conduit les entreprises des économies en développement à s'engager à travers le monde. (Jongwanich, Brooks et Kohpaiboon, 2013 ; Ketkar, 2014). Donc, les entreprises des marchés en développement ont eu accès plus facilement à des capitaux et ont décidé de développer de nouveaux marchés dans le but de créer de la valeur. Cependant, comme la réalité des marchés en développement est bien différente de celle des marchés développés, il est pertinent de s'intéresser aux facteurs spécifiques de cette tendance.

2.1.5.1 Les principales raisons

Au-delà des raisons déjà mentionnées en regard aux F&A communes à tous les types d'entreprises, certains motifs sont propres aux entreprises provenant de pays en développement. La perception des produits provenant de marchés en développement par les consommateurs des marchés économiquement développés est qu'ils représentent des produits bas de gamme. Ces mêmes consommateurs sont donc moins enclins à payer un prix comparable aux prix payés pour les produits provenant de pays développés et ce peu importe la qualité (Brouthers, Story, Hadjimarcou et Brouthers, 2005 ; Magnusson, Haas et Zhao, 2008). Les entreprises de pays en développement veulent réduire l'effet négatif de cette perception en acquérant des noms de marques connues dans les pays développés (Magnusson *et al.*, 2008). Ces acquisitions vont permettre aux entreprises des pays en développement d'acquérir la

réputation et le prestige nécessaires afin de pouvoir rivaliser avec les produits provenant des économies développées en affichant des prix similaires grâce aux noms de marques acquises dans les transactions de F&A TF.

Une des caractéristiques des économies en développement demeure la différence qu'elles possèdent face aux économies développées dans la technologie et dans les connaissances technologiques. Cette importante distance conduit les entreprises des pays émergents à réaliser des F&A dans les pays plus avancés technologiquement afin de réduire l'importance de cet écart. (Gaffney, Karst et Clampit, 2016 ; Wesson, 2004 ; Xie *et al.*, 2017). Les entreprises vont donc s'établir dans des pays hautement avancés technologiquement, car les acquisitions ont pour effet de promouvoir l'apprentissage organisationnel, surtout au niveau technologique. Les changements se produisent rapidement dans le développement des technologies et les pays en développement ont de la difficulté à suivre la vitesse de ce développement (Makino *et al.*, 2002). À l'aide de fusions à l'international, elles peuvent se rapprocher des grands centres technologiques pour être en mesure de suivre les avancées de ces dernières. Le choix de la localisation dépend grandement de la technologie recherchée.

Dans les pays en développement, les systèmes juridiques et les contrôles formels sont généralement assez faibles, ce qui résulte en une faible protection des connaissances technologiques (Wells 1977, 1981, 1983). Les entreprises de ces pays investissent donc peu en R&D (Deng, 2007). En allant s'établir dans des pays plus développés, là où les systèmes juridiques sont généralement beaucoup plus forts, les entreprises sont en mesure de mieux protéger leurs connaissances technologiques et aussi investir davantage en R&D afin de développer plus de compétences stratégiques.

L'internationalisation des entreprises provenant des pays développés est amorcée depuis bon nombre d'années, donc ces entreprises sont habituellement présentes sur les marchés moins développés. La forte présence de concurrents mondiaux dans leur cour pousse les entreprises à aller dans les marchés plus développés afin d'aller chercher le savoir nécessaire pour être capable de rivaliser sur leur marché local avec leurs concurrents internationaux (Luo et Tang, 2007).

La main-d'œuvre à faible coût et les faibles coûts de fabrication sont deux avantages stratégiques que les entreprises de pays en développement possèdent sur les pays développés et ils peuvent être tentés de s'internationaliser afin de profiter de ces avantages qu'ils peuvent transférer à l'étranger (Prange, 2012). En réussissant à produire à moindre coût, les entreprises s'introduisent sur de nouveaux marchés en ayant une marge de profit potentiel beaucoup plus grande avec les mêmes produits que les entreprises des pays développés.

La faible protection des investisseurs, une mauvaise application des lois, des facteurs de marchés sous-développés et l'inefficacité des marchés intermédiaires sont quelques-uns des éléments qui caractérisent la faiblesse institutionnelle locale des pays en développement. En allant à l'international, les entreprises des économies en développement tentent d'éviter ces contraintes locales (Khanna et Palepu, 2006). Dans un environnement institutionnel plus efficient, transparent et encourageant, les entreprises peuvent davantage se concentrer sur la croissance de leurs connaissances et développer leurs avantages compétitifs (Witt et Lewin, 2007). Les entreprises trouvent donc un environnement plus stable et prévisible qui favorise davantage la croissance et la création de valeurs que l'environnement instable du pays auquel elles appartiennent initialement.

2.1.5.2 Les principaux défis

Les principaux défis rencontrés par les entreprises des pays en développement voulant s'étendre à l'international sont étroitement liés aux principaux motifs mentionnés précédemment. Les organisations gouvernementales, institutionnelles et financières n'étant pas aussi efficaces dans ces pays que dans les pays développés, elles peuvent causer plusieurs obstacles dans les projets d'internationalisation des entreprises. Tout d'abord, l'accès aux capitaux est beaucoup plus limité (Xie *et al.*, 2017), ce qui rend la tâche beaucoup plus compliquée aux entreprises, car l'accès aux

capitaux est essentiel dans les activités de F&A afin de ne pas restreindre les cibles potentielles et les modes d'entrée dans d'autres pays.

La vision que les consommateurs des pays développés ont des entreprises de pays en développement complique aussi les plans de ces entreprises. Plusieurs études (Ahmed et D'Astous, 2003 dans Magnusson *et al.*, 2008 ; Bilkey et Nes, 1982 ; Peterson et Jolibert, 1995 ; Roth et Roméo, 1992 ; Schooler, 1965 ; Verlegh et Steenkamp, 1999) démontrent que le pays d'origine d'un produit affecte grandement la perception des consommateurs sur ledit produit. Les produits provenant de ces pays subissent donc une stigmatisation négative des consommateurs des marchés développés face aux entreprises de pays en développement. Donc, avant même de faire leurs apparitions sur le nouveau marché visé, les produits sont déjà perçus comme étant de qualité inférieure et nécessitant un prix en conséquence moins élevé. Les entreprises sont donc habituellement condamnées à faire de la sous-traitance pour les grandes entreprises établies dans les marchés développés. Cette mauvaise réputation ne se limite pas à la perception que les consommateurs ont sur les produits, mais aussi entrave la confiance des actionnaires et investisseurs des pays développés, ce qui rend l'établissement de relations avec les différentes parties prenantes mondiales beaucoup plus difficiles que pour les entreprises des pays développés économiquement. (Luo et Tung, 2007).

En raison du sous-développement des marchés boursiers dans ces pays, il y a un manque de responsabilité et un manque de transparence duquel découle généralement une faible gouvernance d'entreprise dans les marchés émergents (Luo et Tung, 2007). La faiblesse de la gouvernance est souvent associée à un manque de compétences managériales. Ces deux phénomènes, liés au fait que les gestionnaires manquent souvent d'expérience à l'international à cause de la nouveauté du phénomène d'internationalisation des pays en voie de développement, amènent souvent les entreprises à manquer de bonnes opportunités d'affaires ou encore à mal choisir leur cible en s'engageant dans des marchés qui ne sont pas optimaux pour eux. Ils peuvent donc aller dans des marchés qui sont déjà saturés ou encore choisir un partenaire de

transaction avec peu de synergie possible et détruire la valeur de l'entreprise plutôt que d'en créer. Le manque d'expérience résulte donc que les premières tentatives des pays en développement à l'international se solde généralement par une destruction de valeurs et, plus ils acquièrent de l'expérience, plus les transactions réalisées deviennent créatrice de valeurs pour les entreprises.

Il a déjà été invoqué que les entreprises vont à l'international afin de développer de nouvelles technologies et connaissances. Cette motivation peut aussi être un grand obstacle pour les entreprises, car leur faiblesse technologique fait en sorte que l'écart technologique est beaucoup trop grand comparé à plusieurs entreprises de pays plus avancés technologiquement, ce qui vient à limiter le nombre de partenaires potentiels avancés technologiquement avec qui les entreprises peuvent transiger.

Un dernier facteur important à mentionner est la corruption. De nombreux chercheurs affirment que la corruption est un problème économique majeur dans les pays en développement puisque des niveaux plus élevés de corruption entraînent une baisse des entrées et des sorties de capitaux. (Barbapoulos, Marshall et McAlgan, 2014 ; Kaufmann, 2005 ; Weitzel et Berne, 2006 ; Xie *et al.*, 2017). La corruption est un problème majeur pour les entreprises qui veulent s'internationaliser dû aux coûts qui lui sont reliés et aux complications qu'elle amène. Donc plusieurs entreprises ont davantage de difficultés à s'établir dues à la corruption présente dans leur pays.

2.2 La corruption

La corruption est loin d'être un phénomène récent et Ali et Said Isse (2003) affirment même qu'elle est aussi vieille que l'existence des gouvernements étant omniprésente dans le monde. Sous une forme ou une autre et à un degré moindre ou plus grand, elle existe dans toutes les sociétés, à tous les stades de développement et sous tous les types de régimes politico-économiques (Blackburn, Bose et Haque, 2006). Cependant, la Banque Mondiale (2001) a identifié la corruption comme un défi mondial et le plus

grand obstacle au développement économique et social. Elle a même estimé en 2004 que, plus d'un billion de dollars américains sont versés en pots-de-vin chaque année (Elbahnasawy et Revier, 2012). C'est donc pourquoi qu'au cours des dernières années de nombreux organismes internationaux, tels que l'*International Monetary Fund* (IMF) et la Banque Mondiale ont établi, comme priorité, dans leur agenda respectif, de combattre la corruption plus particulièrement dans les pays en voie de développement (Blackburn et al., 2006 ; Jaïn, 2001 ; Rose-Ackerman, 1997). En plus d'apporter un coût astronomique pour l'économie mondiale, la corruption est un problème qui transcende les frontières nationales. Les gouvernements de plusieurs pays du monde tentent de l'éliminer, soit sincèrement ou du moins nominale. De façon générale, la corruption déforme l'allocation des ressources en détournant les capitaux indispensables au développement économique dans les poches des fonctionnaires corrompus (Svensson, 2003). Donc, plus le niveau de corruption d'un pays est élevé, plus celle-ci pourra nuire à sa croissance économique (Li et Wu, 2010). Cependant, la lutte à la corruption s'avère loin d'être gagnée, car il reste difficile d'identifier les conditions exactes dans lesquelles la corruption émerge dans certains pays et qu'elle est pratiquement absente dans d'autres. Une des raisons qui fait qu'il est difficile d'identifier les conditions qui sont favorables est que la corruption n'est pas perçue de la même façon dans toutes les cultures. Ce qui peut être perçu comme de la corruption dans certains pays peut être perçu comme un don traditionnel dans d'autres. Scott (1972) a soutenu que ce qui est considéré comme de la corruption en occident est en fait une continuation du don traditionnel dans certains pays moins développés. L'imposition des valeurs et attitudes occidentales à transformer ce qui était un échange traditionnel de cadeaux dans certains pays corrompus (Ali et Said Isse, 2003) alors, comment et quand décider si cet échange doit être considéré comme un simple cadeau ou doit être considéré comme de la corruption ?

Afin d'étudier la corruption, il est important de la définir. Les nombreuses études existantes sur le sujet offrent de nombreuses définitions de ce concept. Cependant, certaines constantes reviennent à travers celles-ci. On mentionne, d'abord, l'usage du

rôle du pouvoir public et, en second lieu, l'utilisation de son rôle à des fins de gains personnels. C'est donc de mentionner qu'une personne ou un groupe de personnes fait usage de son pouvoir afin de détourner des actifs de leurs buts premiers vers un usage personnel pourtant différent de l'usage auquel l'actif était destiné. La personne voulant utiliser la corruption doit donc être en position de pouvoir pour exercer son influence afin de s'enrichir. Cette corruption peut prendre plusieurs formes ; elle peut s'exprimer sous forme de pots-de-vin, de détournement de fonds, d'extorsion, de fraude, de népotisme, de favoritisme, de vol d'actifs ou par délit d'initié (Ata et Arvas, 2011). La corruption peut se faire par paiement en argent, mais peut aussi être sous d'autres formes d'avantages pécuniaires comme une bourse d'études pour un enfant, par exemple, ou par des avantages non pécuniaires comme une publicité favorable. Dans un contexte international, la corruption implique qu'une entreprise commerciale d'un pays A offre des incitatifs financiers ou non financiers aux fonctionnaires du pays B afin d'obtenir un avantage commercial (Sanyal et Samanta, 2004).

Malgré le nombre impressionnant d'études empiriques s'intéressant au phénomène de la corruption, un important problème persiste, soit le manque de données de haute qualité, à la fois au niveau des pays et de façon plus importante dans le temps. Ce problème est facile à comprendre, car la corruption est illégale et de nature secrète et qui se produit loin de l'éblouissement de la publicité, ce qui rend difficile de la mesurer empiriquement (Elbahnasawy et Revier, 2012).

2.2.1 Différents courants littéraires

Dans la littérature sur la corruption, deux phénomènes se sont affrontés pendant plusieurs années. Les moralistes ont soutenu que la corruption nuisait aux sociétés et aux gouvernements, entravant le développement et érodant la légitimité même des élites honnêtes et des institutions bien gérées. Les révisionnistes, en revanche, soulignent les avantages possibles de la corruption, suggérant qu'elle peut accélérer les procédures lourdes, acheter un accès politique aux exclus et peut-être même produire

des politiques plus efficaces que celles qui émergent des canaux légitime (Johnston, 1986).

La seconde affirmation, celle des révisionnistes, qui fut principalement développée par Leff (1964) et Huntington (1968), nommée dans la littérature *Greasing the wheel*, soutient que la corruption atténue les effets de distorsion des politiques gouvernementales et permet aux entrepreneurs d'éviter les retards associés à une lourde bureaucratie. Lui (1985) a développé un modèle qui démontre que si les fonctionnaires corrompus attribuent des licences commerciales ou des contrats en fonction de la taille des pots-de-vin, alors des entreprises plus efficaces peuvent offrir des pots-de-vin plus importants afin d'obtenir les licences ou les contrats. Alors, une telle corruption améliore l'efficacité et les ressources peuvent obtenir une allocation optimale (Li et Wu, 2010). Leys (1965) et Bayley (1966) soutiennent, quant à eux, que la corruption peut améliorer la bureaucratie en améliorant la qualité de ses fonctionnaires, car ceux-ci seront motivés par les revenus extraits des activités de corruption. La majorité des auteurs ont par la suite rejeté catégoriquement cette hypothèse en affirmant que la corruption agit comme du sable dans l'engrenage plutôt qu'un lubrifiant de l'engrenage. De là est née l'hypothèse *Sand the wheel* qui démontre que celle *Greasing the wheel* n'est pas vraie. L'étude de Azfar, Lee et Swamy (2001) affirme que la corruption nuit au développement économique, car l'argent n'est pas distribué de façon optimale et les contrats, lorsqu'ils sont donnés aux soumissionnaires utilisant des pots-de-vin, ne garantissent pas que l'État utilise le soumissionnaire qui fera l'usage le plus judicieux de l'argent octroyé. Li et Wu (2010) ont, quant à eux, démontré que le modèle proposé par Lui (1985) n'était pas correct, car il suppose implicitement qu'un fonctionnaire corrompu est à l'aise d'accepter des pots-de-vin de n'importe qui, y compris les personnes qu'il ne connaît pas. Ceci n'est pas acceptable, car un fonctionnaire corrompu va généralement choisir d'accepter des pots-de-vin uniquement de personnes qu'il connaît afin de réduire le risque d'être arrêté, ce qui peut conduire à une allocation sous-optimale des ressources. Shleifer et Vishny (1993) ont montré que la corruption conduit à une mauvaise allocation des ressources et des

talents, ce qui est très coûteux pour l'économie. Rose-Ackerman (1997) a fait la démonstration qu'une entreprise peut être en mesure de payer le pot-de-vin le plus élevé simplement parce qu'elle compromet la qualité des produits qu'elle produira si elle obtient une licence et donc produira un produit inférieur.

Bien que plusieurs chercheurs aient soutenu l'hypothèse de *Greasing the wheel*, il a été démontré dans un nombre important d'études que la corruption a un effet négatif sur l'économie autant localement qu'à l'international.

2.2.2 Les acteurs de la corruption

Plusieurs études se sont intéressées aux causes de la corruption et les résultats sont parfois contradictoires, car la corruption est un concept multidimensionnel et compliqué. Pour bien comprendre les causes de la corruption, il faut s'intéresser à toutes les facettes de la société, soit économique, politique, sociale, culturelle et autres.

Les causes de la corruption doivent être séparées en deux parties distinctes, soit les demandeurs de pots-de-vin, habituellement des fonctionnaires gouvernementaux, et les entreprises qui offrent des pots-de-vin.

2.2.2.1 Les demandeurs

Tout d'abord, pour qu'un fonctionnaire puisse être en mesure d'exiger un pot-de-vin, il doit contrôler la ressource demandée. S'il ne contrôle pas l'approvisionnement de la ressource, le demandeur du bien (ou service) peut alors se tourner vers une source alternative pour se procurer ce dont il a besoin. Le contrôle est donc un élément clé de la corruption. Shleifer et Vishny (1993) mentionnent que, pour pouvoir demander un pot-de-vin, l'agent doit avoir l'opportunité de restreindre la quantité du bien ou service qui est vendu. Ades et Di Tella (1996) ainsi que Klitgaard (1998) associent, quant à eux, la corruption à un monopole ou à un manque de concurrence. Plus le demandeur

de biens ou services est restreint dans ses alternatives pour se procurer la ressource nécessaire, plus il sera vulnérable aux demandes de pots-de-vin.

Des gouvernements faibles possédant des institutions politiques instables ont davantage de difficultés à empêcher leurs agents d'exiger des pots-de-vin aux entreprises locales et étrangères (Shleifer et Vishny, 1993). Pour réduire la corruption, les agents doivent avoir peur des représailles s'ils se font prendre à exiger des pots-de-vin, ce qui n'est pas le cas lorsque les institutions gouvernementales sont faibles et désorganisées. La corruption fonctionne particulièrement bien lorsque les bénéfices potentiels d'être corrompus sont élevés et que la probabilité d'être arrêté est petite (Azfar, Lee et Swamy, 2001).

Selon de nombreuses études (Husted, 1999 ; Paldam, 2002 ; Rose-Ackerman, 2008 ; Sanyal et Samanta, 2004 ; Scott, 1972 ; You et Khagram, 2005), la principale cause qui explique pourquoi les agents s'exposent à des activités de corruption est l'inégalité ou la faiblesse des revenus. Les personnes à faibles revenus tentent de gagner un revenu illégal de compensation afin de subvenir à leurs besoins (Ata et Arvas, 2011 ; Shen et Williamson, 2005). Les personnes fortunées, dans les économies ayant de grandes disparités de revenu, peuvent utiliser la corruption comme moyen de conserver leur statut et afin d'obtenir des privilèges. Une répartition plus égale des revenus a comme conséquence de créer une classe moyenne plus importante qui peut agir afin de tenir les élites responsables et, par conséquent, entraîner une baisse de la corruption.

2.2.2.2 Les fournisseurs

De nombreuses raisons peuvent être mentionnées pour expliquer pourquoi les entreprises offrent des pots-de-vin. Mais, principalement, les entreprises utilisent la corruption afin d'accéder à de nouveaux marchés et obtenir des contrats, licences ou permis. D'abord, l'utilisation de la corruption pour manipuler les fonctions gouvernementales comme l'obtention de contrats et l'obtention de décisions

réglementaires permet aux entreprises d'obtenir des avantages sur le marché et de pouvoir dominer les concurrents. En second lieu, des pots-de-vin peuvent être offerts lorsqu'une entreprise désire opérer à l'étranger. Les entreprises sont souvent généreuses en pots-de-vin quand elles veulent entrer sur un nouveau marché, surtout si le nouveau marché n'est pas bien réglementé (Martin, Cullen, Johnson et Parboteeah, 2007). Shleifer et Vishny (1993) mentionnent une autre raison pourquoi les entreprises offrent des pots-de-vin, soit celle d'empêcher l'entrée de nouveaux concurrents sur le marché et permettre à l'entreprise d'en garder sa dominance.

2.2.3 Les conséquences de la corruption

La corruption affecte tout le monde, peu importe le niveau social, ainsi que toutes les institutions et compagnies, qu'elles soient locales ou internationales. Elle impacte les activités quotidiennes de tous et chacun.

2.2.3.1 Pour les entreprises

L'élément d'incertitude qu'amène la corruption est une conséquence majeure pour les entreprises. Azfar *et al.* (2001) ont affirmé que la corruption est particulièrement dommageable due à l'élément d'imprévisibilité qu'elle introduit dans les transactions commerciales. Lorsque les entreprises doivent payer des pots-de-vin et que la corruption est désorganisée, les entreprises ne sont pas toujours certaines de qui elles doivent payer, combien elles doivent payer, et si les paiements entraînent la promesse de livraison du bien ou du service (Doh, Rodriguez et Uhlenbruck, 2003). Comme les entreprises ne savent pas le montant qu'elles doivent payer dû à la corruption, elles créent des incertitudes sur les bénéfices qui doivent être attendus des activités qui sont productives, ce qui souvent force les entrepreneurs à adopter des comportements coûteux et inefficaces afin d'éviter de subir des pertes liées au paiement de pots-de-vin (Ali et Said Isse, 2003). Choi et Thum (1998) ainsi que Svensson (2003) ont démontré

que lorsque les entreprises évoluent dans un environnement corrompu, elles vont souvent modifier leur comportement d'investissement en favorisant des projets à court terme au détriment de projets à plus long terme, car elles veulent éviter une escalade de demandes de pots-de-vin qui peuvent être associées à des projets sur une longue période de temps.

2.2.3.2 Sur la croissance et le développement économique

De nombreux chercheurs se sont intéressés à l'impact de la corruption sur la croissance et le développement économique d'un pays. Mauro (1995) fut le premier à démontrer que la corruption a un impact significativement négatif sur les investissements privés et, du même coup, sur la croissance économique d'un pays. La corruption décourage les investisseurs privés qui préfèrent investir dans des endroits avec des niveaux d'incertitude moins élevés. Tanzi et Davoodi (1998) ainsi que Wei (1999) ont prouvé qu'en plus de décourager l'investissement privé, la corruption vient augmenter l'investissement public, car les projets d'investissements publics sont plus facilement manipulables par les fonctionnaires de haut niveau afin d'obtenir des pots-de-vin. Dans le même ordre d'idée, Murphy, Shleifer et Vishny (1993) ont affirmé que la corruption affecte négativement la croissance économique principalement basée sur l'allocation des ressources. Les fonctionnaires corrompus peuvent choisir et approuver les projets qui facilitent la présence de pots-de-vin, plutôt que ceux qui peuvent créer le plus grand bien économique pour la société et favoriser la croissance de l'économie. Afin de pouvoir obtenir un maximum de pots-de-vin, les fonctionnaires détournent l'investissement qui aurait pu être affecté à la maintenance d'équipement vers de l'équipement neuf, ce qui modifie la composition des dépenses publiques et nuit à la croissance économique, les coûts d'achat d'équipement étant substantiellement plus élevés que la maintenance de ceux-ci (Tanzi et Davoodi, 1998 ; Wei, 1999).

2.2.3.3 Sur le choix des projets d'investissement

Les fonctionnaires des pays ayant un niveau élevé de corruption ont tendance à rechercher des projets dont il sera facile de retirer des pots-de-vin au détriment d'investissements qui sont créateurs de valeurs et qui soutiennent la croissance économique du pays à long terme. Plusieurs chercheurs (Mauro, 1997 ; Rose-Ackerman, 2009 ; Tanzi et Davoodi, 1998 ; Wei, 1999) ont démontré que la corruption détourne l'allocation des fonds publics des domaines qui sont propices à la croissance, tels que la santé et l'éducation vers des projets comme l'investissement en infrastructures où il y a moins d'amélioration de la productivité et moins de croissance économique à long terme, mais plus d'opportunités pour collecter des pots-de-vin.

2.2.3.4 Sur les investissements directs étrangers

Les entreprises multinationales sont à la recherche constante de nouvelles opportunités d'affaires. Cependant, avant d'investir, les entreprises veulent comprendre les risques d'investissements qui sont associés à l'expansion sur de nouveaux marchés. De nombreux chercheurs affirment qu'un taux élevé de corruption perçue présente des risques plus importants pour les investisseurs étrangers et nuit aux flux entrants dans les pays corrompus (Dunfee et Hess, 2001 ; Goldsmith, 1999 ; Habib et Zurawicki, 2002 ; Hess et Dunfee, 2000). Il a donc été démontré empiriquement que la corruption était associée négativement aux entrées de capitaux dans un pays (Lambsdorff, 2003 ; Rose-Ackerman, 2008 ; Wei, 2000). Shleifer et Vishny (1993) ont examiné le cas de la Russie et ont observé que, pour réaliser un investissement dans le pays, les investisseurs étrangers devaient avant tout corrompre des fonctionnaires. Ces pots-de-vin ont découragé de nombreux investisseurs et, du même coup, privé la Russie d'importants flux entrants.

2.2.4 La notation de la corruption

Comme la corruption est illégale dans la grande majorité des pays du monde, elle est effectuée secrètement, à l'abri des regards, et elle n'est pas divulguée. Il est donc très difficile de comparer et de noter la corruption dans un pays. Il est cependant possible de créer des indices de perception de la corruption dans un pays. Plusieurs organismes tentent, depuis maintenant plusieurs années, d'établir une notation de la corruption permettant de classer les pays selon leur niveau de corruption perçue. Ces systèmes de notation sont très importants, car ils affectent les décisions d'investissements. Warren et Laufer (2009) ont étudié la relation entre le classement de la corruption perçue sur la désirabilité de l'investissement dans le pays en utilisant une expérience contrôlée. Les résultats de leur étude suggèrent qu'un classement défavorable réduit la désirabilité des investissements pour de nombreux pays et des classements favorables en matière de perception de la corruption stimulent la désirabilité des investissements.

Les sources les plus courantes permettant de mesurer la corruption perçue au niveau national proviennent de l'*International Country Risk Guide* (ICRG) et de la *Corruption Perception Index* (CPI) publiés par la *Transparency International* (TI). L'ICRG est créé par des analystes de risques principalement pour des décisions d'investissements alors que l'indice CPI représente un indicateur agrégé, basé sur des enquêtes de données et des évaluations privées des risques. Knack et Azfar (2000) ainsi que Serra (2006) fournissent des discussions plus approfondies, concluant que les indices agrégés, tels que le CPI, devraient être préférés aux analyses de risques, tels que l'ICRG, car ces dernières peuvent être motivées et biaisées par des intérêts privés.

L'indice de la perception de la corruption (CPI) est publié annuellement depuis 1995 par *Transparency International* (TI), une organisation non gouvernementale internationale dédiée à la lutte contre la corruption dans le monde. L'indice calcule la perception de la corruption du secteur public des pays en utilisant les données fournies par 13 différentes sources externes. Les données sont entre autres fournies par la *World*

Bank, le *World Economic Forum* et par des firmes privées de consultation en risque. TI n'est pas impliqué dans la production d'aucune des sources de données, elle évite ainsi de biaiser les résultats. Chaque source fournit un résultat de sa perception de la corruption et, par la suite, TI standardise l'ensemble des résultats pour en arriver sur une échelle de 1 à 100. Pour chaque pays, l'entreprise fait une moyenne des scores obtenus. Le score moyen est la valeur utilisée par CPI pour chaque pays. Afin de s'assurer de la représentation de chaque note, seulement les pays ayant au moins trois sources sont présentés dans l'index. C'est, par la suite, à partir de ces résultats que TI peut créer un classement des pays du plus corrompu au moins corrompus. L'index CPI est l'indicateur de mesure de la corruption le plus utilisé dû à sa large couverture globale, la fiabilité augmentée qui vient du fait de combiner différentes sources et au fait qu'il réconcilie différents points de vue sur ce qui constitue la corruption du secteur public.

2.3 La corruption et les fusions et acquisitions

2.3.1 Études précédentes sur le sujet

L'impact que peut avoir la corruption sur les F&A TF a de façon étonnante reçue bien peu d'attention dans la littérature. La grande majorité des études s'intéressent plutôt à l'impact qu'a la corruption sur l'ensemble des IDE. Mais encore, différents types d'IDE peuvent impliquer des impacts particuliers. Il est cependant important de s'intéresser aux F&A TF qui, en 2018, selon le *World Investment Report* (2019), avaient un volume de 816 milliards de dollars américains, ce qui représente plus de 60 % du total des investissements dans les IDE (62,77 %).

Hines (1995) fut le premier à s'intéresser à l'impact de la corruption sur l'investissement à l'étranger. Grâce à un échantillon de 69 pays cibles et pour l'année 1980, il a conclu que la corruption amène un effet négatif sur l'investissement

étranger. Cependant, son étude se limitait uniquement aux entreprises américaines comme entreprises acquéreuses.

Quelques études se sont également intéressées à l'impact de la corruption dans un nouveau pays sur le mode d'entrée choisi, soit la coentreprise ou actionnaire unique. Tout d'abord, Henisz (2000) et Smarzynska et Wei (2002) ont démontré que la corruption dans le pays hôte influençait bel et bien le choix d'entrée dans un nouveau pays. Les entreprises allant s'établir dans des pays hautement corrompus préfèrent utiliser la coentreprise afin d'apprendre les spécificités d'un marché corrompu et diminuer les embûches bureaucratiques souvent caractéristiques des pays corrompus. Mais, en contrepartie, la corruption diminue la protection des actifs incorporels associés à l'investissement, et diminue la probabilité que les différends entre partenaires étrangers et locaux soient jugés équitablement, ce qui réduit la valeur d'avoir un partenaire local. Donc, afin de protéger leurs actifs et leur technologie, les entreprises plus avancées technologiquement seront moins susceptibles de s'engager dans des coentreprises. Javorcik et Wei (2009) ont confirmé les résultats obtenus et ont ajouté la probabilité de la réalisation de transaction d'investissements à l'étranger. Ils ont conclu que lorsque la corruption est suffisamment élevée dans le pays hôte, généralement aucun investissement n'aura lieu. Lorsque la corruption est suffisamment faible pour que l'investissement ait lieu, l'investisseur étranger avec une technologie sophistiquée va préférer une propriété exclusive comme mode d'entrée dans un nouveau pays. Cependant, en maintenant un niveau technologique constant, l'investisseur étranger est plus enclin à avoir un partenaire local dans un pays d'accueil corrompu. Di Guardo, Marrocu et Paci (2016) se sont intéressés à l'impact de la corruption dans le pays hôte sur le mode d'entrée ainsi que sur le nombre de fusions et acquisitions dans le pays. Ils ont conclu que le mode d'entrée privilégié était encore une fois la coentreprise et que la corruption avait un impact négatif sur le nombre de F&A dans le pays.

D'autres chercheurs ont plutôt choisi de concentrer leurs études sur l'impact de la différence dans le niveau de corruption perçu pour une paire de pays (Brada, Drabek et

Perez, 2012 ; Godinez et Liu, 2015 ; Habib et Zurawicki, 2002 ; Wu 2006). Ils sont arrivés à la conclusion que la différence de corruption a un impact différent selon si c'est le pays acquéreur ou le pays cible qui est le plus corrompu. Les entreprises provenant de pays corrompus ont de l'expérience dans ce type d'environnement et sont plus à l'aise de négocier et d'opérer dans un tel environnement. Lorsque les entreprises provenant de pays corrompus s'engagent dans des activités dans des pays moins corrompus, ils sont moins désavantagés que les entreprises de pays propres voulant opérer dans les pays corrompus. Comme ces entreprises ne sont pas habituées dans un environnement corrompu, ils préfèrent éviter les pays corrompus et s'engager dans des activités avec des entreprises provenant d'autres pays affichant un faible taux de corruption, évitant ainsi les risques, l'incertitude et les coûts supplémentaires reliés à la corruption. Les distances de corruption ont donc moins d'impact pour les décisions d'investissement provenant des pays corrompus que pour celles provenant des pays propres.

Zhao, Kim et Du (2003) se sont, eux aussi, intéressés à l'impact de la corruption dans le pays hôte sur le niveau d'IDE reçu, mais aussi sur l'impact de la transparence dans le pays hôte sur ce niveau d'IDE. La conclusion demeure la même, c'est-à-dire plus le pays hôte a un niveau de corruption élevé, plus l'activité d'IDE est faible. Pour ce qui est de la transparence, ils ont conclu qu'une faible transparence entrave significativement les entrées d'IDE dans les pays hôtes. Ils expliquent ce phénomène par les coûts associés à la corruption et au manque de transparence. En effet, la corruption augmente les coûts de transactions (Besley et McLaren, 1993 ; Husted, 1994). D'importants montants doivent être dépensés pour obtenir de l'information à propos des conditions de marché, identifier les partenaires appropriés et pour négocier avec les agents corrompus. Le manque de transparence augmente l'inefficacité bureaucratique qui peut se transposer en des coûts cachés sous la forme de délais indéterminés pour obtenir des licences ou des permis et de fréquents changements dans la réglementation. Les entreprises vont donc préférer investir dans les environnements propres où ces coûts peuvent être évités.

Weintzel et Berns (2006) ont étudié la relation entre la corruption et les primes payées lors d'acquisitions. Ils ont réussi à démontrer qu'un niveau de corruption plus élevé dans le pays hôte est associé à une prime plus faible pour l'acquisition de l'entreprise cible. La prime est diminuée en raison de l'incertitude et des coûts associés à s'implanter dans un nouveau marché corrompu.

Brouthers, Gao et McNicol (2008) ont, quant à eux, séparé les IDE en deux catégories soit ceux qui sont à la recherche de marchés et ceux à la recherche de ressources. Ils ont su démontrer que l'impact de la corruption est différent selon la raison pour laquelle une entreprise s'engage dans des activités d'investissement à l'étranger. La corruption affecte davantage les IDE à la recherche de ressources que ceux à la recherche de marchés. L'impact négatif de la corruption sur les IDE de marché est réduit par une plus grande richesse des habitants, car il est possible de refiler le coût supplémentaire associé à la corruption dans le coût final du produit. Pour les IDE à la recherche de ressources, les économies de coût réalisées résultant de la ressource moins chère peuvent ne pas compenser les coûts de la corruption dans un pays à forte corruption. Il y a une limite à quel point les ressources peuvent être bon marché, mais il n'y a aucune limite combien peut coûter la corruption.

L'effet de la corruption dans un pays hôte est différent selon si le pays acquéreur est un pays développé ou en développement. Malhotra, Zhu et Locander (2010) en sont arrivés à cette conclusion en utilisant un échantillon de transaction provenant des États-Unis et de la Chine sur la période de 1990 à 2006. Autant les entreprises chinoises que les entreprises américaines font un nombre d'acquisitions significativement plus élevé dans les pays moins corrompus. Cependant, contrairement aux entreprises américaines, les F&A transfrontalières d'entreprises chinoises ont une relation positive entre la valeur des transactions et le niveau de corruption perçu dans le pays cible. Ceci suggère que les entreprises chinoises, étant elles-mêmes dans un pays ayant des institutions plus faibles, ont plus de facilités à négocier dans des conditions de corruption que les entreprises américaines et ceci leur confère un avantage important.

2.3.2 Modèle de gravité

Afin de pouvoir mesurer le flux d'échange entre une paire de pays, plusieurs chercheurs ont choisi d'utiliser le modèle de gravité économique. Le modèle de la gravité en est un issu de la physique, selon le modèle de Newton développé en 1687.

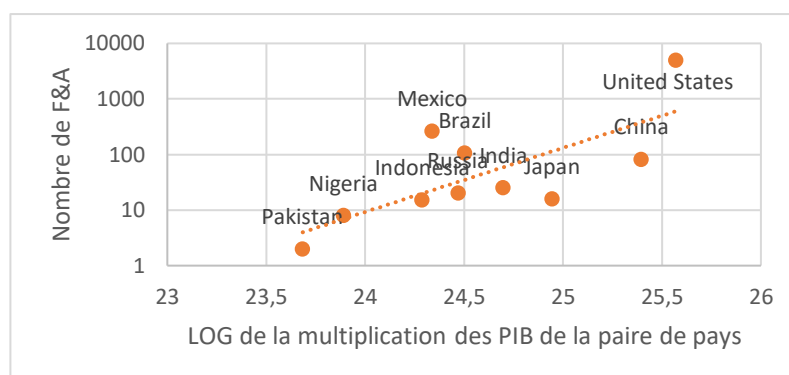
$$X_{i,j} = \frac{Y_i Y_j}{D_{i,j}^2}$$

L'équation ci-dessus est celle de base du modèle qui cherchait à mesurer la force gravitationnelle (X) entre les objets i et j . Pour mesurer la force, il faut multiplier la masse Y de l'objet i et de l'objet j et, par la suite, le diviser par la distance entre les objets i et j au carré.

Les économistes ont, plusieurs années plus tard, repris le modèle afin d'expliquer divers phénomènes économiques, notamment reliés au commerce. En finance internationale, on va donc utiliser ce modèle pour mesurer les échanges entre deux pays i et j qui dépendent de la taille du pays i et celle du pays j le tout divisé par la distance entre les deux pays, puisqu'il est reconnu scientifiquement que la distance entre deux pays impacte le nombre d'échange. Pour mesurer la taille, on utilise habituellement le PIB et pour mesurer la distance on utilise le nombre de kilomètres entre les deux capitales. Le modèle de gravité développé pour étudier les volumes d'échanges bilatéraux postule que le commerce bilatéral est positivement lié au niveau de PIB des deux pays et négativement lié à la distance géographique entre eux. Les tableaux 3 et 4 de la page suivante le démontrent en utilisant le Canada en tant qu'acquéreur et les dix plus peuplés pays du monde en tant que pays cibles. Bien qu'un échantillon de dix pays soit relativement petit, celui-ci est utilisé pour démontrer le modèle et que les résultats sont constants avec la littérature existante. Le problème du modèle est qu'il implique un monde sans friction, que le prix est le même partout et que les conditions spécifiques à chaque pays n'influencent pas les activités économiques. Comme il n'est pas raisonnable de penser que les transactions s'effectuent dans un monde sans friction,

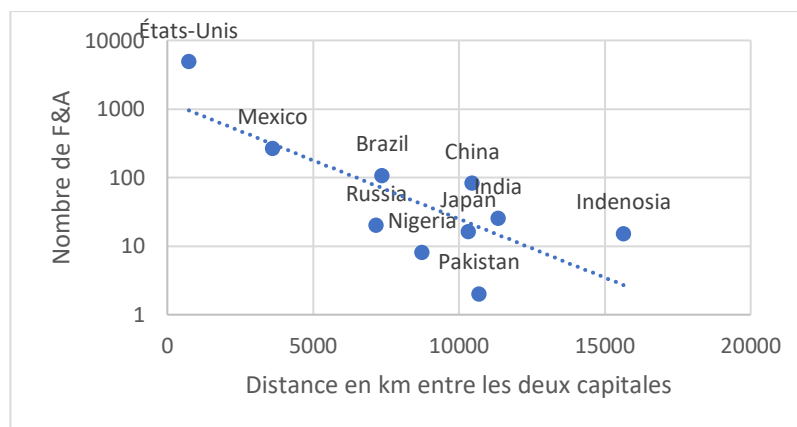
les chercheurs qui ont utilisé ce modèle ont ajouté des contraintes pour prendre en compte les principaux déterminants qui ont une influence lors de transactions transfrontalières. (Anderson, 2010).

Tableau 3 — Impact du PIB sur le nombre de fusions et acquisitions lorsque le Canada est acquéreur entre 2000 et 2019



Le nombre de fusions et acquisitions lorsque le Canada est acquéreur et que les cibles sont des entreprises des dix plus grands pays du monde en termes de population, soit : la Chine, l'Inde, les États-Unis, l'Indonésie, le Pakistan, le Brésil, le Nigeria, la Russie et le Japon. Le nombre de fusions est représenté entre le 1er janvier 2000 et le 31 décembre 2019 et seulement les transactions où plus de 50 % des actions sont acquises ont été comptabilisées. (L'entreprise possédait moins de 50 % des actions avant la transaction et en possédait plus de 50 % suite à la transaction) (extrait de la base de données SDC Platinum de Thompson Rueuter) s. La population de chaque pays pour déterminer les 10 plus grands pays du monde est extraite de la World Bank DataBase pour l'année 2019. Le PIB est aussi celui de 2019 en dollars constants américains pour l'année 2019 et a aussi été extrait de World Bank DataBase.

Tableau 4 — Impact de la distance sur le nombre de fusions et acquisitions lorsque le Canada est acquéreur entre 2000 et 2019



Le nombre de fusions et acquisitions lorsque le Canada est acquéreur et que les cibles sont des entreprises des dix plus grands pays du monde en termes de population, soit : la Chine, l'Inde, les États-Unis, l'Indonésie, le Pakistan, le Brésil, le Nigeria, la Russie et le Japon. Le nombre de fusions est entre le 1er janvier 2000 et le 31 décembre 2019 et seulement les transactions où plus de 50 % des actions sont acquises ont été comptabilisées. (L'entreprise possédait moins de 50 % des actions avant la transaction et en possédait plus de 50 % suite à la transaction) et a été extrait de la base de données SDC Platinum de Thompson Rueuters. La population de chaque pays pour déterminer les 10 plus grands pays du monde est extraite de la World Bank DataBase pour l'année 2019. La distance en km est la distance entre les capitales des deux pays selon les longitudes et latitudes comme calculées par le Centre d'études prospectives et d'informations internationales.

Frankel et Römer (1999) et Cremers et Nair (2005) ont démontré à l'aide du modèle de gravité que la distance géographique a un impact sur le nombre de transactions de F&A entre une paire de pays. Rossi et Volpin (2004) ont quant à eux utilisé le modèle gravitationnel pour démontrer que les différences entre les systèmes législatifs et judiciaires dans une paire de pays avaient un impact considérable sur le volume des fusions et acquisitions. Di Giovanni (2005) s'est intéressé à la relation entre la taille du marché financier local et les flux de fusions et acquisitions sortantes du pays. Il démontre une forte association positive entre la taille des marchés et les entreprises domestiques investissant à l'étranger à l'aide du modèle de gravité. Hyun et Kim (2007) et Malhotra *et al.* (2011) se sont aussi servis du modèle pour démontrer que le volume de F&A augmente plus le pays cible a une bonne qualité d'institutions, un bon système légal et un développement des marchés financiers. Ahern *et al.* (2015) ont utilisé le modèle pour démontrer que la différence culturelle entre deux pays a un impact sur le flux de F&A ; plus deux pays ont une culture commune plus ceux-ci sont susceptibles de s'engager dans des activités de F&A tandis que des pays ayant des cultures grandement différentes ne seront pas tentés de s'engager pour transiger entre eux, car les rendements de la transaction sont affectés par les coûts liés à l'intégration des deux cultures différentes.

Curieusement, peu d'études ont utilisé le modèle de gravité pour observer l'impact de la corruption dans le pays hôte et d'accueil sur le flux de F&A entre ces deux mêmes pays.

2.3.3 Déterminants importants

Il est essentiel d'utiliser la littérature existante pour identifier les principaux déterminants qui ont un impact sur le nombre et le volume de F&A transfrontalières afin d'utiliser le modèle de gravité de façon optimale. De nombreux déterminants entrent en compte quand vient le temps pour une entreprise de choisir un pays dans lequel investir. La grande majorité de ces déterminants peut être séparée en quatre

grandes catégories, soit la dimension culturelle, la dimension géographique, la dimension financière et finalement la dimension juridique.

2.3.3.1 La dimension culturelle

Ahern *et al.* (2015) se sont intéressés à l'impact de la distance culturelle entre deux pays sur les fusions et acquisitions entre eux. Ils ont découvert que, plus la distance culturelle est grande, moins il est probable que la paire de pays s'engage dans des activités de fusions et acquisitions. Avoir une grande distance culturelle implique souvent des langues parlées différentes, des religions différentes, des croyances et des façons de faire différentes. Une grande distance culturelle veut donc dire de grandes différences fondamentales entre la cible et l'acquéreur. Les conséquences de cette distance sont nombreuses. Tout d'abord, lorsque les membres des deux entreprises ne partagent pas la même langue parlée, il est plus difficile de communiquer et d'expliquer les objectifs de la transaction et la direction que veut prendre l'entreprise nouvellement créée suite à la transaction. Les façons de travailler sont aussi généralement différentes lorsque la culture est différente : imposer une nouvelle méthode de travail dans l'entreprise acquise peut être perçu négativement par les employés et, ainsi, encourager des comportements qui sont contre productifs. Ces conséquences font que, plus la distance culturelle est grande entre deux pays, plus les frais d'intégration seront grands pour la société acquéreuse. La majorité des entreprises tentent donc d'éviter cette trop grande distance culturelle pour s'assurer que les frais d'intégration ne dépassent pas les rendements espérés lors de la transaction. Ali-Yrkko (2002) mentionnait que le succès d'une fusion dépend énormément de l'habileté de la société acquéreuse à intégrer la distance culturelle. Lorsque cette dernière n'est pas bien intégrée, elle crée de l'incertitude et des problèmes lors de la transaction : les employés peuvent ainsi ressentir une insatisfaction grandissante, une perte d'identité, une hausse de l'anxiété et finalement le tout peut se solder par le départ d'employés importants de l'entreprise. Afin d'éviter ces conséquences, les entreprises vont préférer choisir des cibles dans des

pays où la culture est semblable à la leur et/ou les frais d'intégration pourront être réduits au minimum.

2.3.3.2 La dimension géographique

De nombreuses études (Cremers et Nair, 2005 ; Erel, Liao et Weisbach, 2012 ; Frankel et Römer, 1999) se sont intéressées à l'impact de la distance géographique sur les investissements étrangers. Ils s'entendent tous pour préciser que la distance géographique a un impact important dans le choix du pays dans lequel investir. Plus la distance géographique augmente, plus les coûts de transport et les coûts de transactions augmentent le coût des échanges entre les deux pays (Hyun et Kim 2007).

La distance augmente aussi l'asymétrie de l'information entre les deux pays, ce qui fait augmenter le coût d'investissement pour une entreprise. Cela joue un rôle crucial dans les décisions d'investissements à l'étranger tel que mentionné par Gordon et Bovenberg (1996). Ces derniers ont démontré l'existence d'asymétrie d'information entre les investisseurs de différents pays. Portes et Rey (2000) ont démontré que l'utilisation de la distance géographique peut capter les coûts d'informations dans un modèle gravitationnel.

Erel *et al.* (2012) ont aussi clairement démontré ce phénomène dans leur étude ; la distance géographique compte clairement. Toutes choses étant égales par ailleurs, plus la distance géographique est petite entre deux pays, plus ces pays sont susceptibles de s'engager dans des activités de fusions et acquisitions.

2.3.3.3 La dimension financière

Les principaux travaux qui se sont intéressés à l'impact des déterminants financiers sur les activités de F&A (Di Giovanni, 2005 ; Erel *et al.*, 2012 ; Rossi et Volpin, 2004) ont principalement réussi à démontrer que des facteurs économiques favorables dans un pays faisaient en sorte que ce pays avait de plus grandes chances d'être acquéreur alors que les entreprises provenant de pays ayant des conditions économiques

défavorables étaient plus souvent des cibles. Di Giovanni (2005) a démontré que la taille d'un marché financier à partir du calcul de la taille de ce dernier selon un ratio de capitalisation du marché boursier sur le PIB, a une relation positive avec les firmes domestiques qui investissent à l'étranger. Erel *et al.* (2012) ont, quant à eux, prouvé que les pays qui ont un marché financier à la hausse, que la valeur de leur monnaie tend à augmenter et qui ont une plus haute valeur du ratio *book-to-market*, ont tendance à être des acquéreurs alors que les entreprises qui sont situées dans des pays qui performant moins bien sur ces trois aspects sont généralement des cibles de choix.

La dimension financière d'un pays a donc un impact majeur sur ses activités de fusions et acquisitions. Les entreprises de pays ayant des indicateurs financiers forts ont des institutions financières plus fortes et auront, par le fait même, un accès plus facile aux capitaux et aux activités de F&A à l'étranger.

2.3.3.4 La dimension juridique

Rossi et Volpin (2004) se sont principalement intéressés à l'intensité des fusions et acquisitions selon les différences dans les lois et la réglementation des différents pays. Ils ont découvert que le volume de fusions et acquisitions est significativement plus grand dans les pays qui ont de meilleurs standards comptables et une plus grande protection des investisseurs. Leurs résultats indiquent qu'un marché plus actif pour les fusions et acquisitions est le résultat d'un régime de gouvernance offrant une meilleure protection des investisseurs. Une meilleure protection des investisseurs diminue l'incertitude et le risque d'expropriation pour les investisseurs. De meilleurs standards comptables permettent aux investisseurs d'avoir une meilleure confiance envers les résultats financiers publiés et contribuent, du même coup, de mieux pouvoir identifier la meilleure cible potentielle pouvant créer le plus de synergies.

2.4 La problématique

Selon les motifs et les défis qu'elles rencontrent, et selon les valeurs et les marchés qu'elles supportent, la majorité des entreprises vont chercher à croître. Un moyen grandement utilisé pour se faire est les F&A. Celles-ci permettent d'avoir accès à de nouveaux territoires pour distribuer les produits, de donner accès à de nouveaux clients potentiels et avoir un nouvel accès à des ressources ou à de la technologie importante pour l'entreprise. Cependant, parmi les nombreux défis qui se présentent aux entreprises qui s'engagent dans des activités de F&A TF, la gestion de la corruption est d'une importance capitale.

L'objectif de cette étude est de démontrer l'impact de la corruption sur les flux ainsi que sur le volume de F&A TF. Plus spécifiquement, comprendre l'impact de sa présence dans le pays acquéreur, le pays cible et la différence entre les deux pays. Les résultats de l'étude vont permettre de mieux comprendre les décisions d'internationalisation des entreprises ainsi que le choix des pays vers lesquels les entités décident d'étendre leurs activités.

3 Modèle et données

3.1 Données

Afin d'obtenir des résultats les plus représentatifs de la situation mondiale, l'échantillon de pays utilisé est la combinaison de ceux utilisés dans deux recherches d'importance sur les déterminants des fusions et acquisitions, soit l'étude de Erel *et al.* (2012) qui utilise un échantillon de 48 pays et celle de Rossi et Volpin (2004) qui utilisent, quant à eux, 49 pays. La fusion des deux listes permet d'utiliser un échantillon de 56 pays dans la présente étude ; la liste est présentée à l'annexe 1. La somme de population comprise dans les pays de l'échantillon est de 5,8 milliards de personnes, ce qui représente plus de 75 % de la population mondiale. L'utilisation d'un aussi grand

pourcentage de la population mondiale me permet d'obtenir des résultats qui sont les plus représentatifs possibles de l'influence qu'a la corruption sur les activités de F&A TF.

D'abord l'ensemble des F&A TF qui sont annoncées entre le 1^{er} janvier 2012 et le 31 décembre 2019 pour les pays de l'échantillon est identifié. Par la suite, les données sur le flux et le volume de F&A TF sont extraites grâce à la base de données *Security Data Corporation (SDC)* développée par *Thompson Financial*. La base de données permet également d'extraire les informations suivantes : (i) la date d'annonce de la transaction (ii) la date à laquelle la transaction a été effectuée (iii) le nom de l'entreprise cible et acquéreuse (iv) le pays de l'entreprise cible et acquéreuse (v) le nombre d'actions acquises lors de la transaction (vi) le nombre d'actions détenues par l'acquéreur après la transaction (vii), et finalement lorsque l'information est disponible, la valeur de la transaction. Comme la présente étude s'intéresse uniquement aux transactions avec acquisition de contrôle, uniquement les transactions complétées ont été sélectionnées et les transactions annoncées, mais jamais complétées ont quant à elles, été rejetées. Les transactions dans lesquelles l'acquéreur possède moins de 50 % des actions de la cible suite à la transaction ou les transactions dans lesquelles l'acquéreur possède déjà 50 % des actions avant la transaction sont également rejetées, car ces transactions n'impliquent pas de changement de contrôle. L'échantillon de 56 pays sur une période de 8 ans veut dire un total de 24 640 observations potentielles (56 pays acquéreurs * 55 pays cibles * 8 ans) entre les paires de pays. Comme l'étude s'intéresse au point de vue de l'acquéreur, chaque paire de pays est comptée en double, car deux points de vue sont pertinents, c'est-à-dire lorsque le pays A est l'acquéreur et le pays B est la cible, mais aussi lorsque le pays B est l'acquéreur et le pays A est la cible. Ces observations représentent un nombre total de 45 413 transactions de F&A TF (annexe 2), ce qui représente 78 % de l'ensemble des transactions de F&A TF mondiales pour la période de l'échantillon, selon l'ensemble des transactions disponibles pour ladite période selon la base de données SDC Platinum.

En ce qui concerne les données mesurant la corruption nationale des pays, la base de données de *Corruption Perception Index*, de *Transparency International* fut utilisée. Comme ce système de notation est calculé à l'aide de treize sources de données différentes provenant de douze institutions, tel que le *World Justice Project*, la Banque mondiale et l'*Economist Intelligence Unit*. Ce qui en fait un indice non biaisé qui récolte des avis de différents acteurs qui ont des intérêts différents. Contrairement aux autres systèmes de notation de la corruption qui sont habituellement construits par des analystes de risques qui peuvent être biaisés par leurs intérêts privés lors de la notation.

Les données spécifiques aux pays de l'échantillon, tels que la population, les indicateurs liés au PIB et le taux de chômage ont été collectées sur le site internet de la World Bank DataBank. Les données qui permettent de mesurer la distance géographique entre deux pays de l'échantillon ont été obtenues sur la base de données de La Recherche et Expertise sur l'Économie Mondiale CEPII. Finalement les informations permettant de mesurer les principales variables culturelles soit la langue officielle, la religion la plus pratiquée et la relation coloniale ont été extraites du CIA World Factbook.

3.2 Modèle

Afin d'étudier convenablement les effets de la corruption sur les fusions et acquisitions, les modèles utilisés sont le modèle Probit ainsi que des régressions multiples basés sur le modèle de gravité. Cependant, comme la base de données construite à l'aide de *SDC Platinum* comporte plusieurs observations à 0, autant dans le modèle Probit que dans les régressions multiples, car de nombreuses paires de pays ne réalisent aucune activité de F&A TF entre eux pour une année donnée. Les modèles ont dû être adaptés à l'aide du modèle proposé par James Heckman (1979). Il est important d'utiliser ce modèle, car lorsque plusieurs observations concernant le nombre et le volume de F&A entre les paires de pays sont de 0 et qu'il y a une importante concentration d'observations ayant une valeur nulle il peut y avoir d'éventuels biais de sélection importants. Le modèle qu'il propose en est un en deux étapes.

D'abord, il propose d'utiliser une régression permettant d'observer un résultat positif de la variable dépendante, le nombre de F&A entre une paire de pays, qui est représentée à l'aide d'un modèle Probit. Pour faire ceci, une variable binaire qui prend la valeur de 1 lorsque l'on observe un nombre de F&A non nul entre deux pays, pour une année donnée, et 0 s'il n'y a pas d'observation, est utilisée. L'utilisation de ce modèle permet de calculer l'*inverse Mill ratio* qui est par la suite intégré à la seconde étape du modèle. Ce ratio est utilisé pour prendre en compte un éventuel biais de sélection qui est associé à une importante concentration d'observations ayant des valeurs nulles. Tobin (1958) fut le premier à reconnaître et à montrer que, s'il n'est pas pris en compte dans la procédure, une estimation des moindres carrés ordinaires produit des estimations de paramètres biaisées lorsque plusieurs observations de la variable dépendante sont nulles.

Dans la seconde étape du modèle, lorsque la relation négative entre la corruption et la probabilité de fusionner est établie, l'*inverse Mill ratio* est intégré aux régressions subséquentes afin de corriger le problème de biais de sélection. Comme dans l'échantillon de nombreuses paires de pays n'affichent aucune transaction entre elles l'*inverse Mill ratio* est intégré pour pallier aux problèmes que pourrait causer un nombre important d'observations nul. Lorsque le volume de transaction est utilisé comme variable indépendante, l'*inverse Mill ratio* est encore une fois intégré aux régressions, car là où le nombre de transactions est nul, le volume est également de 0, il faut donc encore une fois pallier aux possibles problèmes dus à un nombre élevé d'observations nul. Une série de régressions permet de déterminer l'impact de la corruption dans le flux et le volume des fusions et acquisitions dans les paires de pays utilisés dans l'échantillon, et ce pour chaque année.

Pour choisir les variables de contrôle, quatre études sur les déterminants des F&A sont utilisées, soit celles de Brada, Drabek, Mendez et Perez (2019), Di Giovanni (2005), Erel *et al.* (2012) et Rossi et Volpin (2004). L'ensemble des variables étudiées dans ces études sont mises en commun et celles qui sont trop fortement corrélées ne sont pas utilisées.

L'équation Probit utilisée pour tester la première étape du modèle de Heckman (1979) est la suivante :

$$BF\&A_{ij,t} = \alpha + \beta_1 Cor_{ij,t} + \beta_2 X_{ij,t} + \varepsilon_{ij,t}$$

$BF\&A_{ij,t}$ est la variable binaire qui équivaut à 1 s'il y a, au moins, une F&A entre le pays acquéreur i et le pays cible j à l'année t et 0 s'il n'y a aucune observation. $Cor_{ij,t}$ indique la différence dans l'indice de corruption entre le pays acquéreur i et le pays j au temps t . $X_{ij,t}$ représente l'ensemble des variables de contrôle qui sont utilisées pour préciser les spécifications de chaque pays. β démontre les coefficients qui doivent être identifiés dans l'étude. α indique les caractéristiques qui sont communes à l'ensemble des pays et des années, et $\varepsilon_{ij,t}$ représente le terme d'erreur normal.

Dans la seconde partie du modèle, un ensemble de régressions multiples basé sur le modèle de gravité, permettent d'estimer l'impact de la corruption. Pour ce faire, les variables dépendantes utilisées sont le nombre de F&A ainsi que le volume de F&A, pour une paire de pays, pour une année spécifique. Comme variable d'intérêt, la mesure de la perception de la corruption est utilisée, soit la corruption du pays cible, celle du pays acquéreur ou la différence est utilisée selon le modèle. Le modèle utilise aussi un nombre important de variables de contrôle pour s'assurer de bien capter l'effet qu'a la corruption sur les activités de F&A. En dernier lieu, l'*inverse Mill ratio*, calculé à l'aide du modèle Probit de l'étape précédente est utilisé. La formule de régression pour réaliser les tests est la suivante :

$$F\&A_{ij,t} = \beta_0 + \beta_1 Cor_{ij,t} + \beta_2 X_{ij,t} + \beta_3 Mills_{ij,t} + \Theta_i + \varepsilon_{ij,t}$$

Dans l'équation, $F\&A_{ij,t}$ représente soit le nombre ou le logarithme du volume de fusions et acquisitions transfrontalières entre le pays acquéreur i et le pays cible j pour l'année t . $Cor_{ij,t}$ représente soit l'indice de corruption CPI du pays acquéreur i , du pays cible j ou de la différence entre les deux indices pour l'année t . $X_{ij,t}$ montre l'ensemble des variables supplémentaires qui sont utilisées pour contrôler les facteurs

qui sont spécifiques à chaque pays. $Mills_{ij,t}$ indique l'*inverse Mill ratio* qui est calculé à l'aide du modèle Probit de la première équation. Les β précisent les paramètres qui doivent être estimés à l'aide des tests. θ_i représente les effets fixes du pays cible comme utilisé par Rossi et Volpin (2004). Finalement, $\varepsilon_{ij,t}$ est le terme d'erreur normale.

3.3 Variables de contrôle

Selon le modèle de gravité (Anderson, 2010), les activités commerciales bilatérales sont positivement associées à la taille de l'économie et négativement associées à la distance entre les deux entités à l'étude. Pour être constant avec la littérature existante, le PIB ainsi que la population sont utilisés comme déterminants afin de contrôler la taille de l'économie de chaque pays. En effet, les plus grands pays attirent plus d'IDE, car ils offrent plus d'opportunités et plus de consommateurs potentiels. Les plus grands pays sont aussi plus susceptibles d'avoir une plus grande variété de spécialisations possibles pouvant intéresser les investisseurs (Brada *et al.*, 2019). Une variable supplémentaire captant les différentes tailles d'économie est intégrée, soit la différence au carré des PIB, $(PIB_i - PIB_j)^2$ proposée par Brada *et al.* (2019). PIB_i et PIB_j représentent le PIB réel du pays acquéreur et du pays cible. Le PIB par habitant est employé afin de représenter la consommation de biens et services dans le pays cible (Habib et Zurawicki, 2002). Les changements dans les conditions macroéconomiques d'un pays sont représentés par la croissance du PIB réel (Rossi et Volpin, 2004). Finalement, en ce qui concerne la distance entre les pays, l'utilisation de la distance en kilomètres entre les capitales des deux pays de la paire est de mise. La distance permet de mesurer les coûts de transport et de transactions entre les pays. Cependant, la distance entre les capitales de deux pays peut être trompeuse due à la taille des pays ; par exemple, le Mexique et les États-Unis sont des pays voisins et ont quand même 3038 kilomètres entre les deux capitales ; ainsi, une variable binaire qui

équivalait à 1 lorsque les deux pays ont une frontière commune et 0 lorsque ce n'est pas le cas est ajoutée (Ahern *et al.*, 2015).

3.3.1 Les variables culturelles

Comme une culture commune rend les F&A TF plus probables (Erel *et al.*, 2012 ; Malhotra *et al.*, 2011), quatre variables pour contrôler la différence culturelle entre les deux pays impliqués dans une transaction sont ajoutées. Tout d'abord, il y a l'utilisation d'une variable binaire qui est égale à 1 lorsque les deux pays ont la même langue officielle et 0 lorsque ce n'est pas le cas. La même chose est faite pour la religion la plus pratiquée dans le pays et pour l'origine coloniale des deux pays. Selon les études précédentes sur le sujet, les résultats devraient montrer que les transactions sont plus fréquentes entre les pays qui ont la même religion, la même langue et la même origine coloniale, car les coûts d'intégration sont réduits, la communication est plus facile entre les deux parties et les manières d'opérer sont plus semblables.

Comme quatrième variable culturelle, le fractionnement ethnolinguistique est utilisé. L'étude de La Porta, Lopez-de-Silanes et Shleifer (1999) ainsi que celle de Lederman, Loayza et Soares (2005) constatent que le degré de fractionnement ethnique a un impact sur la corruption dans un pays. Le fractionnement ethnolinguistique plus élevé et la prévalence de liens familiaux solides, ainsi qu'un manque d'identité et l'absence de responsabilités gouvernementales, peuvent conduire les personnes en position de pouvoir à favoriser leurs amis, parents ou autres membres de leur propre groupe ethnique, au prix d'une plus faible qualité des services publics et une plus grande corruption (La Porta *et al.*, 1999). Afin de contrôler cet aspect, la mesure de fractionnement ethnolinguistique développée par La Porta *et al.*, (1999) est choisie et les mêmes résultats que ceux obtenus dans son étude devraient être observés, c'est-à-dire, que des niveaux élevés de fractionnement sont associés à une corruption plus élevée et, par conséquent, nuisent aux transactions de F&A TF.

3.3.2 Les variables financières

3.3.2.1 Marchés boursiers

Les différents indicateurs financiers peuvent avoir un impact majeur sur les activités de F&A TF d'un pays. En effet, plusieurs études démontrent que les entreprises provenant de pays ayant de bonnes performances financières sont généralement acquéreuses alors que celles provenant de pays ayant de piètres performances financières représentent des cibles de choix. Donc, afin de contrôler l'impact des performances financières sur les activités d'acquisitions, l'utilisation du rendement annuel de l'indice boursier national du pays hôte est d'abord faite. Les entreprises sont souvent contraintes par leur incapacité à lever des fonds externes en présence d'un marché des capitaux imparfaits. Un marché financier plus performant dans le pays cible peut donc fournir un environnement plus favorable aux entreprises pour accéder au capital nécessaire pour s'engager dans des F&A TF (Hyun et Kim, 2007). En se référant à l'étude de Di Giovanni (2005), on peut s'attendre à ce que les entreprises provenant de pays où l'indice boursier est performant soient plus actives sur le marché des F&A TF que dans les pays où l'indice boursier n'est pas performant, car elles auront un accès plus facile aux capitaux nécessaires pour acquérir d'autres entreprises à l'international.

3.3.2.2 Fiscalité

En second lieu, les différences au niveau des lois fiscales entre les pays sont contrôlées. Celles-ci peuvent motiver des entreprises provenant de pays à fiscalité contraignante à vouloir aller s'établir dans des pays où la fiscalité est plus libérale. Une variable de contrôle qui représente le taux d'imposition moyen corporatif dans les pays est donc ajoutée. Toutes choses étant égales, par ailleurs, les résultats devraient montrer

que les pays qui ont un niveau d'imposition corporatif plus faible attirent un volume plus important d'investisseurs étrangers (Cremers et Nair, 2005).

3.3.2.3 Devises

Il est également important de s'intéresser aux monnaies locales. Erel *et al.* (2012) suggèrent que la différence dans le rendement des taux de change peut servir à prédire le volume de fusions entre une paire de pays ; plus le rendement d'une devise est important, plus les entreprises de ce pays voudront profiter du rendement de leur monnaie pour acquérir des entreprises provenant de pays dont la devise a un faible rendement. La base de données de la Banque Mondiale propose un indicateur du rendement de la monnaie par rapport au dollar américain. Il est également pertinent de contrôler la volatilité du taux de change de chaque pays. Une grande volatilité dans le taux de change d'une devise locale peut représenter une différence de prix importante pour l'entreprise acquéreuse entre le moment où l'entente est conclue et le moment où la transaction est payée. Les entreprises acquéreuses vont donc avoir tendance à choisir des cibles dans des pays où la valeur de la monnaie est plutôt stable afin d'éviter les conséquences associées aux variations de la valeur de l'argent.

3.3.2.4 Échanges commerciaux

Le volume d'échanges commerciaux entre deux pays est une autre variable qui est importante d'inclure comme contrôle. Une compagnie qui exporte déjà dans un pays peut décider de s'engager dans des activités de F&A pour des raisons purement commerciales, sans égard au niveau de corruption présent dans le pays cible (Rossi et Volpin, 2004). Afin de contrôler le volume d'affaires entre une paire de pays, l'utilisation de la même variable qui est utilisée par Erel *et al.* (2012) est pertinente, c'est-à-dire, une mesure des flux commerciaux bilatéraux qui représente le maximum des importations et des exportations bilatérales entre les deux pays. La valeur de ces dernières est calculée comme étant la valeur des importations par le pays de l'entreprise

cible provenant du pays de l'entreprise acquéreuse en tant que fraction des importations totales du pays de l'entreprise cible. La valeur des exportations bilatérales est définie de la même manière. On devrait observer que plus le pourcentage d'importation (exportation) est élevé, plus le volume d'activité de F&A entre les deux pays est lui aussi élevé.

3.3.2.5 La main-d'œuvre

Pour contrôler la disponibilité de la main-d'œuvre dans le pays cible, le taux de chômage moyen est utilisé, car il est considéré comme un bon indicateur de la disponibilité de la main-d'œuvre (Habib et Zurawicki, 2002) et du niveau d'attraction pour les investisseurs du pays hôte (Godinez et Liu, 2015). Un taux de chômage élevé dans le pays hôte correspond à un environnement accueillant pour les investisseurs dans leur recherche de main-d'œuvre qui n'est pas disponible localement.

3.3.2.6 Traités entre les pays

De nombreux accords sont signés chaque année afin de favoriser les échanges entre les pays. Il est donc naturel de s'attendre à ce que les pays qui ont des traités signés et en vigueur entre eux aient plus de facilité à faire des échanges entre eux et que, du même coup, le nombre d'échanges observés soit plus élevé, donc qu'il y ait plus d'activités de F&A TF (Di Giovanni, 2005). Dans le modèle, deux différentes variables binaires sont utilisées qui prennent la valeur de 1 lorsqu'il existe un accord entre les deux pays et 0 lorsque ce n'est pas le cas. Dans un premier temps, les accords commerciaux régionaux qui représentent un traité entre deux ou plusieurs gouvernements sont observés, ce qui définit les règles du commerce pour tous les signataires et qui vise à faciliter les échanges commerciaux entre ceux-ci. Les exemples d'accords commerciaux régionaux comprennent entre autres : l'Accord de libre-échange nord-américain (ALENA), l'Accord de libre-échange Amérique centrale —

République dominicaine (CAFTA-DR), l'Union européenne (UE) et la Coopération économique Asie-Pacifique (APEC) (World Trade Organisation 2020). En deuxième lieu, les traités bilatéraux d'investissement, qui sont des accords internationaux et qui établissent les conditions et les modalités d'investissement privé des ressortissants et des entreprises d'un État dans un autre État, sont observés. Ce genre de traités facilite donc les investissements et du même coup les activités de F&A TF (UNCTAD 2020).

3.3.3 Les variables institutionnelles

3.3.3.1 Origine légale

L'origine légale d'un pays est un facteur extrêmement important qui vient façonner les performances des gouvernements (La Porta *et al.*, 1999). Bien que de nombreuses origines légales existent, les principales études sur le sujet distinguent essentiellement deux grandes origines juridiques : la *Common Law* et la loi civile (*Civil Law*) (La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer, Vishny, 1998 ; Rossi et Volpin, 2004). Glaeser et Shleifer (2002) avancent un modèle théorique qui démontre et explique que la *Common Law* offre un meilleur environnement juridique pour les investisseurs et que la loi civile peut être associée à des niveaux de corruption plus élevés (Weitzel et Berns, 2006). Comme l'origine législative d'un pays affecte son application des lois, sa protection des investisseurs et des actionnaires ainsi que la corruption présente dans un pays, une variable binaire pour contrôler l'origine légale est ajoutée. La variable est égale 1 lorsque l'origine légale du pays cible est la *Common Law* et 0 dans l'ensemble des autres cas. Comme elle offre une meilleure protection aux investisseurs et qu'elle est associée à une corruption plus faible, les résultats devraient montrer que les entreprises acquéreuses sont plus portées à investir dans les pays cibles qui ont une origine légale de la *Common Law*.

3.3.3.2 Application des lois (*Application des lois*)

Afin de pouvoir lutter efficacement contre la corruption, les institutions légales doivent être en mesure d'appliquer efficacement des lois bien établies. Si les différents agents corrompus ont peur d'être arrêtés lorsqu'ils pratiquent de la corruption, il est alors beaucoup plus facile de lutter contre celle-ci et d'en diminuer son niveau dans le pays que si les agents corrompus n'ont pas cette peur. Elbahnasawy et Revier (2012) ont démontré qu'une meilleure application des lois est positivement corrélée avec un niveau de corruption plus faible. Une variable qui contrôle le niveau d'application des lois dans le pays cible est ajoutée, soit l'index développé par La Porta *et al.* (1998, 1999). Comme les investisseurs des pays peu corrompus préfèrent généralement investir dans d'autres pays qui sont peu corrompus, et comme ceux des environnements corrompus préfèrent aussi investir dans les pays peu corrompus (Malhotra *et al.* 2010), on devrait donc observer un volume d'activité de F&A TF plus grand lorsque le pays ciblé a une meilleure application des lois.

3.3.3.3 Protection des investisseurs

Lorsqu'une entreprise acquéreuse a le désir d'acquérir une autre entreprise à l'étranger, la protection qui est fournie aux investisseurs dans le pays d'accueil est un déterminant important dans la décision d'investissement (Rossi et Volpin, 2004). En effet, Weitzel et Burns (2006) indiquent qu'une meilleure protection des investisseurs dans un pays est favorable aux investissements étrangers et est donc plus propice aux activités de F&A TF. Le modèle inclut donc une variable qui permet de contrôler la protection des investisseurs offerte dans le pays cible. La variable est construite à partir de trois indicateurs fournis par le *World Economic Forum*, soit : la force de la protection des investisseurs, la force de la protection des actionnaires minoritaires et la force des standards d'audit et de comptabilité. J'ai ensuite ajusté les trois indices sur une échelle de 1 à 7, afin de reproduire ce qui a été fait dans l'étude de Weitzel et Burns (2006). 1 représentant le pire résultat et 7 le meilleur. Par la suite, une moyenne des

trois indicateurs permet d'en arriver à un indice représentant la protection des investisseurs. Plus l'indice de protection sera fort dans le pays cible, plus celui-ci sera visé par des acquisitions, car le risque pour les investisseurs est relativement faible.

3.3.3.4 Qualité de divulgation des résultats

Les standards de divulgation des résultats financiers varient énormément d'un pays à l'autre. Un pays ayant des règles plus rigides et des standards plus élevés force les entreprises à avoir une plus grande transparence dans la divulgation des résultats. Cette qualité est importante pour les investisseurs, car elle permet aux entreprises acquéreuses de mieux identifier les entreprises cibles pouvant créer la synergie la plus importante et d'avoir une plus grande confiance face aux résultats présentés. Les pays cibles affichant une meilleure qualité de la divulgation des résultats des entreprises ont donc un plus grand volume d'activités de F&A TF, car ils garantissent plus de transparence et moins de risque. Ainsi, à la base de données, une variable est ajoutée afin de contrôler la qualité de la divulgation des résultats, sur une échelle de 1 à 10, 1 représentant la plus faible qualité de divulgation des résultats et 10 la plus grande.

Le choix des variables fut déterminé en fonction de la corrélation qu'elles ont avec la variable d'intérêt soit les F&A TF. La matrice des corrélations est présentée à l'annexe 3. À l'annexe 4, une définition plus exhaustive de chacune des variables utilisées est fournie, de même que leur provenance.

4 Résultats

4.1 Statistiques descriptives

Le tableau 5 présente un sommaire des statistiques pour les activités de F&A TF, pour l'index de corruption ainsi que pour les autres variables d'intérêt utilisées dans le modèle. Les pays utilisés dans l'échantillon sont présentés dans l'annexe 1. La mesure de corruption choisie, CPI Index, s'échelonne de 0 à 100 où les résultats les

plus élevés représentent les pays les moins corrompus. Le résultat le plus bas de l'échantillon est 20 au Zimbabwe, en 2012, et le plus élevé est 92 au Danemark, en 2014. En ce qui concerne la différence de corruption entre les pays cibles et les pays acquéreurs, elle s'étend de 0 (par exemple, entre la Nouvelle-Zélande et le Danemark, en 2013) à 71 (entre le Zimbabwe et le Danemark, en 2014). La distance géographique la plus petite entre les capitales des pays est de 111 kilomètres entre Israël et la Jordanie, alors que la plus grande distance est de 19 772 kilomètres, est entre la Colombie et l'Indonésie ; alors que seulement 4 % des paires de pays partagent une frontière commune. Dans l'échantillon, un peu plus de 40 % des activités de F&A TF sont réalisées par des entreprises provenant de pays plus corrompus que les pays acquéreurs. En ce qui concerne les variables binaires culturelles, elles prennent la valeur de 1 lorsque la langue officielle, la religion principale ou l'origine légale sont communes et de 0 si ce n'est pas le cas ; dans l'échantillon utilisé, environ 11 % des paires de pays qui ont une langue officielle commune, un peu plus de 25 % ont une religion principale commune et 28 % ont une origine coloniale commune.

Tableau 5 — Sommaire des variables

Variable	Observations	Moyenne	Écart-type	Minimum	Maximum
Variables dépendantes					
Variable binaire des F&A TF	24 640	0,4662	0,4228	0	1
Nombre de fusions & acquisitions	24 640	1,6222	10,0172	0	342
LOG du volume des F&A (en millions de dollars US)	24 640	0,3487	0,8894	-2,6990	5,0274
Variables d'intérêts					
Différence de corruption (Cible — Acquéreur)	24 640	0	29,6399	-71	71
Indice CPI	24 640	56,6674	20,7722	20	92
Variables de relation entre le pays cible et le pays acquéreur					
Distance géographique réelle entre les capitales des paires de pays (en km)	24 640	7757,922	4836,088	111,0933	19 772,34
Frontière partagée entre les deux pays	24 640	0,0364	0,1872	0	1
Différence au carré entre le PIB acquéreur et le PIB cible (en millions de dollars US)	24 640	1,74 E+25	6,38 E+25	6,42 E+14	4,58 E+26
Différence des log de population	24 640	0	0,9656	-3,4055	3,4055
Différence des log de PIB par personne (en dollars US)	24 640	0	0,7453	-1,9776	1,9776
Différence de croissance de PIB (Cible — Acquéreur) (en %)	24 640	0	3,8046	-28,7083	28,7083
Origine légale	24 640	0,3393	0,4735	0	1
Max (Import ; Export) (en %)	24 640	1,9086	4,4886	0	81,2428
Accords commerciaux régionaux	24640	0,5360	0,4987	0	1

Traités bilatéraux d'investissements	24640	0,3518	0,4775	0	1
<i>Variables spécifiques aux pays cibles</i>					
LOG du PIB (en millions de dollars US)	24 640	11,6475	0,6132	10,2334	13,3310
LOG du PIB par personne (en dollars US)	24 640	4,1994	0,5225	3,0557	5,0749
LOG de la population	24 640	7,4504	0,6767	5,7251	9,1454
Application des lois	24 640	0,5570	0,2543	0	0,8992
Protection des investisseurs	24 640	4,7123	0,6154	3,7033	5,9700
Qualité de divulgation des résultats financiers	24 640	6,8286	2,4166	0	10
Taux d'imposition corporatif moyen (en %)	24 640	25,4247	5,9293	9	39,5400
Volatilité de la devise (en %)	24 640	6,9910	4,2672	0	29,5758
Taux de chômage (en %)	24 640	7,1369	5,0735	0,4890	28,1810
<i>Variables spécifiques aux pays acquéreurs</i>					
LOG du PIB (en millions de dollars US)	24 640	11,6475	0,6132	10,2334	13,3310
LOG de la population	24 640	7,4504	0,6767	5,7251	9,1454
LOG PIB par personne (en dollars US)	24 640	4,1994	0,5225	3,0557	5,0749
Rendement moyen de l'indice boursier national (en %)	24 640	1,7342	8,7378	-5,1569	160,6042
<i>Variables culturelles</i>					
Langue officielle commune	24 640	0,1149	0,3189	0	1
Religion la plus pratiquée commune	24 640	0,2578	0,4374	0	1
Relation coloniale	24 640	0,2825	0,4502	0	1
Fractionnement ethnolinguistique du pays cible	24 640	0,2513	0,2384	0	0,8567

À l'annexe 3, je présente la matrice des corrélations entre les principales variables dépendantes et indépendantes. Il s'agit de vérifier si certaines variables sont corrélées trop fortement entre elles et ainsi éviter des problèmes d'endogénéité. Pour ce qui est des variables d'intérêts, la différence dans l'indice de corruption entre le pays cible et le pays acquéreur, démontre une corrélation de -0,5245 et significative au niveau de 1 % avec la différence des LOG de population ainsi qu'une corrélation de 0,5569 et significative au niveau de 1 % avec l'indicateur de protection des investisseurs dans le pays cible. L'indice de corruption CPI quant à lui, démontre une corrélation élevée avec les mêmes variables, soit la différence des LOG de population (-0,3742) avec un niveau de significativité à 1 % et la protection des investisseurs dans le pays cible (0,7804) et encore une fois, significative au niveau de 1 %. Quant aux variables de contrôle, elles sont pour l'ensemble que faiblement corrélées les unes aux autres. Celles qui affichent la plus forte corrélation entre elles sont la différence au carrée du PIB et la variable Max (Import ; Export) avec une corrélation de 0,3022 tout en étant significative au niveau de 1 %. Il y a aussi la différence des LOG des populations et le taux d'imposition du pays cible qui montrent une corrélation de 0,3298 et qui est significative au niveau de 1 %. Finalement, l'origine légale et la protection des investisseurs dans le pays cible affichent une corrélation de 0,3520 qui est significative au niveau de 1 %.

4.2 Activités de F&A TF par paires de pays

À l'annexe 2, l'ensemble des fusions et acquisitions entre les paires de pays de l'échantillon y est présenté. Ce tableau permet de faire certains constats. En premier lieu, la diagonale représentant les F&A domestiques nous permet de facilement constater que celles-ci sont beaucoup plus nombreuses que les F&A TF. Elles représentent 78 % de toutes les F&A de l'échantillon où il y a changement de contrôle suite à une transaction selon la base de données *SDC Platinum*. Cependant, pour les besoins de l'étude, uniquement les transactions transfrontalières sont examinées. Le

pays qui a réalisé le plus d'acquisitions à l'étranger est les États-Unis avec 10 237 acquisitions transfrontalières, il est également celui qui a été la cible le plus souvent avec 7285 transactions.

On peut aussi constater que la proximité géographique a clairement un impact sur les activités des F&A. D'abord, l'ensemble des pays de l'échantillon font beaucoup plus d'acquisitions à l'intérieur de leurs frontières qu'à l'internationale (environ 78 % des acquisitions sont domestiques). Lorsque l'on observe uniquement les transactions internationales, on remarque que les flux de transactions sont beaucoup plus importants lorsque les pays ont une proximité géographique. Par exemple, la Nouvelle-Zélande fait près de 50 % de ses activités de F&A avec l'Australie qui est son voisin (81 acquisitions sur les 163 totales). La France, quant à elle, réalise plus de 63 % de ses F&A TF (1714 acquisitions sur les 2692 totales) avec les autres pays de l'Europe occidentale de l'échantillon (soit l'Allemagne, l'Autriche, la Belgique, le Danemark, l'Espagne, la Finlande, l'Irlande, l'Italie, le Luxembourg, les Pays-Bas, le Portugal, le Royaume-Uni, la Suède et la Suisse) qui sont tous près géographiquement, le plus loin étant la Finlande, à 1911 kilomètres de la France. Le Canada quant à lui réalise plus de 64 % de ses F&A TF avec son voisin immédiat, les États-Unis.

4.3 Les déterminants de la probabilité d'activités de F&A TF entre les paires de pays

Afin de mesurer la probabilité que la décision de F&A TF soit positive et afin d'identifier les principaux déterminants qui ont une influence sur la décision, un modèle Probit est utilisé. La variable dépendante en est une binaire qui prend la valeur de 1 lorsque l'on peut observer au moins une transaction entre une paire de pays pour une année donnée et 0 lorsqu'il n'y a aucune transaction. Afin d'examiner plus efficacement les principaux déterminants de la décision de s'engager dans des activités de F&A TF, six différents modèles incluant différentes variables de la liste présentée sont utilisés.

Disons d'abord que, en ce qui concerne les variables d'intérêts, la différence dans l'indice de corruption entre le pays cible et le pays acquéreur dans les cinq premiers modèles est utilisée. Dans le modèle 5, l'indice de corruption CPI de la cible est ajouté alors que, dans le modèle 6, l'intérêt se porte uniquement à l'indice de corruption du pays acquéreur.

Pour les variables représentant la différence entre la cible et l'acquéreur, et ce dans l'ensemble des six modèles, la distance géographique entre les capitales ainsi que la variable binaire représentant si les deux pays partagent une frontière sont utilisées. Pour les modèles 1, 4, 5 et 6, l'ensemble des autres variables de différences est inclus, soit la différence aux carrées des PIB entre le pays cible et le pays acquéreur, la différence de population, la différence de PIB par habitant, la différence de croissance de PIB, l'origine légale, le maximum des importations (ou exportations) bilatérales sur l'ensemble des importations (ou exportations) du pays, les accords commerciaux régionaux et les traités d'investissements bilatéraux dans les modèles 1, 4, 5 et 6.

Dans le modèle 2, l'intérêt se porte principalement aux caractéristiques spécifiques des pays cibles. Ainsi, le PIB, le PIB par habitant, la population, l'application des lois (*Application des lois*), la protection des investisseurs, la qualité de divulgation des résultats, le taux d'imposition, la volatilité du taux de change et le taux de chômage dans le pays cible sont utilisés. Dans les modèles 4, 5 et 6, on ajoute aussi les variables du pays cible à l'exception du PIB, du PIB par habitant et la population.

Avec le modèle 3, l'observation se porte sur l'importance des variables spécifiques au pays acquéreur. Sont donc utilisés le PIB, le PIB par habitant, la population ainsi que le rendement de l'indice boursier du pays acquéreur. Comme pour les variables spécifiques au pays cible, dans les modèles 4, 5 et 6, le PIB, le PIB par habitant et la population du pays acquéreur ne sont pas inclus ; c'est plutôt la différence entre ces variables qui importe, tout en continuant d'utiliser le rendement de l'indice boursier national.

Est également utilisé l'ensemble des variables culturelles, soit une variable binaire pour le même langage, la même religion, la même origine coloniale et le fractionnement ethnolinguistique, dans les six modèles.

Le tableau 6 présente les résultats du modèle Probit. Plusieurs observations importantes en ressortent et caractérisent la probabilité qu'une activité de F&A TF ait lieu.

Tout d'abord, l'indice de perception de la corruption a clairement un impact. La différence dans l'indice de corruption, entre le pays cible et le pays acquéreur, a, dans tous les modèles, un coefficient négatif et très significatif à un niveau de 1 %. Comme un indice de corruption plus élevé veut dire moins de corruption dans un pays, le résultat démontre que plus l'écart entre les indices de corruption est élevé entre le pays cible et le pays acquéreur, moins il est probable que des activités de F&A TF se déroulent entre les deux pays. C'est donc dire que lorsque la différence de corruption augmente de 1 entre deux pays la probabilité de réaliser des F&A TF entre ces deux pays diminue d'environ 1 %. Le résultat confirme la littérature précédente qui veut que les pays propres préfèrent s'établir dans d'autres pays propres, car ils ne savent pas ou ne veulent pas opérer dans un environnement corrompu. De leur côté, les pays corrompus vont préférer acquérir des entreprises dans d'autres pays corrompus, car c'est l'environnement dans lequel ils sont le plus familiers et ils peuvent profiter d'un avantage sur les pays moins corrompus.

En second lieu, la géographie a un impact majeur sur les activités de F&A TF. Dans tous les modèles, la distance géographique, en kilomètres, entre le pays cible et le pays acquéreur ainsi que le fait de partager une frontière ont un impact fortement significatif. Plus la distance est courte entre deux pays, plus la possibilité d'activités de F&A TF augmente entre ces deux mêmes pays.

Troisièmement, le PIB a un impact important sur les activités de F&A TF. La différence de PIB au carré est significative et positive dans les modèles. Ce résultat signifie que plus la différence de PIB est grande, plus il est probable que des

acquisitions surviennent. C'est donc indiquer que les entreprises provenant de pays riches tendent à profiter de la situation des entreprises dans les pays pauvres.

En ce qui concerne les variables qui sont spécifiques aux pays cibles, l'aspect législatif est clairement important. Autant l'application des lois que la protection des investisseurs sont positivement et fortement associées avec la décision de s'engager ou non dans des activités de F&A TF. C'est donc dire que plus les investisseurs se sentent protégés dans le pays d'accueil ou si les lois sont mieux appliquées, ils seront plus enclins à acquérir des entreprises.

Dans le pays acquéreur, le rendement de l'indice boursier est fortement et négativement associé avec les activités de F&A envers les pays cibles, résultat qui est contraire à ce qui était attendu. Ceci indique que lorsque l'activité économique est moins bonne dans le pays acquéreur, il est plus probable que les investisseurs de ce pays iront acquérir à l'étranger pour se protéger contre le rendement négatif de l'indice boursier dans leur pays.

Finalement, l'ensemble des variables culturelles binaires (même langue, même religion et la relation coloniale) sont positives et significatives dans l'ensemble des modèles, ce qui permet de conclure qu'une culture commune augmente la probabilité de F&A TF entre deux pays. Le fractionnement ethnolinguistique du pays cible est cependant significatif et négatif. Résultat logique considérant que le fractionnement ethnolinguistique est associé à une plus grande corruption (La Porta *et al.*, 1999). Plus le fractionnement ethnolinguistique du pays cible est grand, moins il est probable qu'il y ait des activités de F&A envers ce pays.

Tableau 6 — Analyse Probit des déterminants de la probabilité d'activité de F&A TF

Probit						
	1	2	3	4	5	6
Variables d'intérêts						
Différence de l'indice de corruption	-0,01*** (-6,97)	-0,03*** (-46,13)	0,01*** (10,57)	-0,03*** (-23,99)	-0,03*** (-29,18)	
Indice de corruption cible					0,03*** (21,66)	
Indice de corruption acquéreur						0,03*** (31,77)
Différences de variable entre le pays cible et le pays acquéreur						
Distance géographique	-0,01*** (-18,08)	-0,01*** (-20,16)	-0,01*** (-18,47)	-0,01*** (-22,8)	-0,01*** (-21,52)	-0,01*** (-21,65)
Frontière partagée	0,26*** (4,98)	0,62*** (11,71)	0,59*** (11,15)	0,22*** (3,78)	0,33*** (5,54)	0,32*** (5,51)
Différence de PIB au carré	0,01*** (23,41)			0,01*** (22,56)	0,01*** (22,52)	0,01*** (22,51)
Différence de population	-0,21*** (-16,63)			-0,46*** (-30,04)	-0,45*** (-29,13)	-0,45*** (-29,68)
Différence de PIB par habitant	-0,35*** (-11,28)			-0,35*** (-9,69)	-0,26*** (-7,03)	-0,25*** (-7,37)
Différence de croissance du PIB	-0,01 (-0,48)			0,03*** (8,71)	0,03*** (7,19)	0,03*** (7,39)
Origine légale	0,03 (0,93)			-0,22*** (-6,27)	-0,13*** (-3,73)	-0,14*** (-3,76)
Max (Import ; Export)	0,05*** (15,91)			0,05*** (15,57)	0,05*** (14,49)	0,05*** (14,52)
Accords commerciaux régionaux	0,05** (2,43)			0,08*** (3,35)	0,12*** (4,97)	0,12*** (4,93)
Traités bilatéraux d'investissements	-0,34*** (-16,09)			-0,18*** (-7,91)	-0,15*** (-6,5)	-0,15*** (-6,52)

Variables spécifiques au pays cible						
	1	2	3	4	5	6
PIB		-9,41*** (13,44)				
PIB par habitant		10,37*** (14,88)				
Population		9,79*** (13,89)				
Application des lois		1,12*** (20,56)		1,05*** (18,27)	1,03*** (17,91)	1,04*** (18,34)
Protection des investisseurs		0,49*** (15,1)		0,86*** (31,01)	0,2*** (4,87)	0,22*** (7,1)
Qualité de divulgation des résultats		-0,04*** (-7,91)		-0,02** (-2,13)	0,03*** (4,72)	0,03*** (4,69)
Taux d'imposition		0,02*** (8,59)		0,05*** (19,87)	0,05*** (20,38)	0,05*** (20,39)
Volatilité du taux de change		0,01*** (2,8)		0,04*** (12,94)	0,05*** (15,32)	0,05*** (15,33)
Taux de chômage		0,01*** (2,6)		0,01*** (2,88)	-0,01 (-0,77)	-0,01 (-0,7)
Variables spécifiques au pays acquéreur						
PIB			-5,97*** (-9,98)			
Population			6,83*** (11,31)			
PIB par habitant			7,87*** (13,05)			
Rendement de l'indice boursier national			-0,01*** (-3,96)	-0,01*** (3,08)	-0,01*** (2,71)	-0,01*** (2,68)
Variables culturelles						
Même langue	0,36*** (11,38)	0,45*** (13,98)	0,58*** (17,67)	0,38*** (11,35)	0,38*** (11,05)	0,38*** (11,04)
Même religion	0,16*** (6,79)	0,24*** (10,22)	0,19*** (7,86)	0,16*** (6,48)	0,16*** (6,16)	0,16*** (6,19)
Relation coloniale	0,26*** (11,75)	0,18*** (7,56)	0,19*** (8,07)	0,18*** (7,09)	0,16*** (6,42)	0,16*** (6,42)

Fractionnement ethno.	-0,97*** (17,86)	-0,25*** (-3,63)	-0,42*** (-8,26)	-0,84*** (13,39)	-0,1 (-1,26)	-0,12* (-1,66)
Sommaire du modèle						
	1	2	3	4	5	6
Constante	-0,5*** (15,53)	-10,78*** (43,38)	-15,21*** (58,77)	-6,36*** (45,07)	-5,45*** (36,8)	-5,49*** (39,79)
Nombre d'observation	24 640	24 640	24 640	24 640	24 640	24 640
Prob>chi2	0	0	0	0	0	0
Pseudo R2	0,161 1	0,233 5	0,261 3	0,279 7	0,297 6	0,297 6

Ce tableau présente une estimation de l'analyse Probit de la probabilité que surviennent des activités de F&A TF entre une paire de pays. La variable dépendante est une variable binaire qui prend la valeur de 1 lorsqu'il y a, au moins, une F&A TF entre une paire de pays pour une année donnée. La définition des différentes variables est fournie à l'annexe 4. ***, **, *, montre la significativité statistique au niveau de 1 % 5 % et 10 % respectivement.

Il semble essentiel de décortiquer certains de ces résultats selon les modèles exploités. Ainsi, dans le modèle 1, la quasi-totalité des variables démontre des coefficients significatifs, seulement la différence de croissance du PIB et l'origine légale ne démontrent aucune significativité. La différence de population est significative et négative, c'est donc dire que les entreprises ont une préférence pour les pays ayant une taille similaire à la leur. Le volume des transactions bilatérales entre les paires de pays, représenté par la variable Max (Import ; Export), est significatif au niveau de 1 % et positif, c'est donc dire que le volume d'échange entre deux pays est un important déterminant de la probabilité d'activité de F&A TF. En dernier lieu, il est intéressant de constater que le fait d'avoir un traité bilatéral d'investissement est négatif et significatif au niveau de 1 %, ce qui veut dire que lorsque deux pays ont signé un traité d'investissement bilatéral, les entreprises utilisent d'autres moyens que les F&A TF qui comprennent un changement de contrôle pour s'établir dans le pays souhaité ; cet élément est cependant contraire à celui présenté dans la littérature existante qui mentionne que les traités d'investissements bilatéraux ont un impact positif et significatif sur les activités de F&A TF (Bhagwat, Brogaard et Julio, 2017) et sur les activités d'IDE (Di Giovanni, 2005). La variable d'intérêt, la différence de corruption, est négative et significative ce qui est constant avec les résultats attendus.

Le second modèle examine principalement les variables spécifiques au pays cible. La différence de corruption est encore une fois négative et fortement significative à un niveau de 1 %. La grande majorité des autres variables de contrôle sont significatives. La population et le PIB par habitant sont positivement associées à la décision de réaliser des F&A TF, ce qui est constant avec la littérature, car, une plus grande population, plus riche, dans le pays cible offre davantage d'opportunités à l'acquéreur.

Dans le troisième modèle qui se concentre sur les variables spécifiques aux pays acquéreurs, les résultats pour le PIB, la population et le PIB par habitant sont semblables à ceux du second modèle. Le rendement de l'indice boursier est négatif et significatif, ce qui veut dire que les entreprises ont tendance à vouloir aller à l'international lorsque les conditions du marché boursier local ne sont pas favorables. La variable d'intérêt utilisée est encore une fois la différence de corruption et le résultat est constant avec les modèles 1 et 2, c'est-à-dire négatif et significatif au niveau de 1 %.

Les modèles 4, 5 et 6 confirment plusieurs observations des trois premiers modèles, c'est-à-dire que la différence de PIB au carré est significative et positive, alors que la différence de population ainsi que la différence de PIB par habitant sont négatives et significatives. Les activités commerciales Max (Import ; Export) sont toujours positives et significatives à 1 %, alors que les traités d'investissements bilatéraux sont négatifs. L'application des lois ainsi que la protection des investisseurs demeurent des variables importantes. Le taux de chômage est positif et significatif, c'est-à-dire que les entreprises cherchent à tirer avantage de la main-d'œuvre disponible en allant s'établir dans des endroits où le taux de chômage est élevé selon le modèle 4. Les résultats positifs et significatifs de la volatilité du taux de change sont constants avec la littérature existante. Le taux d'imposition est positif et significatif ce qui veut dire que les entreprises ne cherchent pas à s'établir dans les paradis fiscaux comme l'avance Chari et Acikgoz (2016). Le rendement de l'indice boursier national

est négatif et significatif confirmant ainsi que les entreprises préfèrent aller à l'international lorsque les rendements locaux sont en baisse.

Dans les modèles 4 et 5, en observant encore la différence dans l'indice de perception de la corruption entre le pays cible et le pays acquéreur, le résultat demeure constant avec les prévisions alors qu'il est négatif et significatif. Dans le cinquième modèle, malgré le fait que l'indice de corruption du pays cible soit ajouté, ce qui devrait être l'élément principal dans le choix du pays partenaire selon la littérature existante, il est possible d'observer que la différence de corruption entre les deux pays garde sa significativité. C'est donc dire que les entreprises qui veulent faire des F&A TF, s'intéressent à la fois à la corruption présente dans le pays cible, mais aussi à la différence de corruption qu'il y a entre les deux pays. Dans le modèle 6, seul l'indice de perception de la corruption du pays acquéreur est ajouté et le résultat est identique à celui du modèle 5. C'est donc dire qu'un pays moins corrompu a plus de chance de s'impliquer dans des activités de F&A TF qu'un pays à forte corruption.

4.4 Déterminants du nombre de F&A TF pour une paire de pays

Afin d'analyser les déterminants importants du nombre de F&A TF pour une paire de pays pour une année donnée, une suite de régressions multiples basée sur le modèle de gravité est choisie. Dans le modèle de gravité, les 6 mêmes tests que pour les tests Probit sont utilisés, et ce avec les mêmes variables. Cependant, j'ajoute dans l'ensemble des 6 tests l'*Inverse Mills Ratio* calculé grâce au modèle Probit ainsi que les effets fixes pour le pays acquéreur tel que le fait Erel *et al.* (2012). Dans le cas présent, plutôt que d'avoir une variable binaire comme variable dépendante, j'utilise le nombre de F&A TF entre une paire de pays pour une année donnée. L'objectif de ce test est de pouvoir analyser l'importance de la corruption ainsi que de découvrir les autres déterminants importants sur le flux de F&A TF entre deux pays.

Tableau 7 — Analyse des déterminants du nombre de F&A TF

Nombre de transactions						
	1	2	3	4	5	6
Variables d'intérêt						
Différence de l'indice de corruption	-0,18*** (25,78)	-0,8*** (-49,05)	0,25*** (50,35)	-0,64*** (55,11)	-0,85*** (32,08)	
Indice de corruption cible					0,89*** (32,39)	
Indice de corruption acquéreur						0,86*** (32,46)
Différences de variable entre le pays cible et le pays acquéreur						
Distance géographique	-0,01*** (51,75)	-0,01*** (-54,64)	-0,01*** (51,43)	-0,01*** (-63,9)	-0,01*** (64,23)	-0,01*** (64,48)
Frontière partagée	9,27*** (26,46)	20,65*** (52,31)	22,23*** (52,72)	5,09*** (15,81)	7,27*** (22,44)	7,2*** (22,27)
Différence de PIB au carré	0,01*** (45,94)			0,01*** (49,24)	0,01*** (49,54)	0,01*** (49,61)
Différence de population	-5,88*** (-35,7)			-11,58*** (52,99)	-10,85*** (52,61)	-10,98*** (53,81)
Différence de PIB par habitant	-12,12*** (37,12)			-7,87*** (27,22)	-5,01*** (18,41)	-4,49*** (18,83)
Différence de croissance du PIB	-0,1*** (-5,64)			0,93*** (42,09)	0,74*** (36,37)	0,76*** (37,4)
Origine légale	2,3*** (15,45)			-3,96*** (20,34)	-0,95*** (-5,26)	-0,99*** (- 5,51)
Max (Import ; Export)	1,63*** (65,93)			1,39*** (72,21)	1,29*** (70,88)	1,3*** (71,25)
Accords commerciaux régionaux	1,76*** (13,85)			2,24*** (18,01)	3,33*** (26,09)	3,29*** (25,89)
Traités bilatéraux d'investissements	-14,89*** (55,31)			-5,83*** (43,07)	-4,43*** (34,93)	-4,45*** (35,08)
Variables spécifiques au pays cible						
PIB		-359,16*** (52,27)				
PIB par habitant		395,68*** (53,52)				
Population		374,97*** (52,94)				
Application des lois		41,98*** (55,39)		35,86*** (66,04)	33,45*** (66,71)	33,87*** (67,7)
Protection des investisseurs		18,03*** (48,78)		25,56*** (60,96)	5,06*** (23,24)	5,84*** (30,21)
Qualité de divulgation des résultats		-1,45*** (-39,59)		-0,51*** (18,62)	0,62*** (21,45)	0,57*** (20,47)
Taux d'imposition		0,62*** (40,51)		1,32*** (62,47)	1,29*** (63,69)	1,3*** (63,97)

	1	2	3	4	5	6
Volatilité du taux de change		0,21*** (13,67)		1,02*** (49,15)	1,23*** (54,62)	1,22*** (54,6)
Taux de chômage		0,25*** (19,07)		0,25*** (20,45)	-0,01 (-0,19)	0,01 (0,27)
Variables spécifiques au pays acquéreur						
PIB			-205,08*** (3,66)			
Population			250,61*** (4,48)			
PIB par habitant			282,03*** (5,03)			
Rendement de l'indice boursier national			-0,23*** (23,08)	-0,14*** (17,34)	-0,12*** (14,77)	-0,12*** (14,63)
Variables culturelles						
Même langue	15,44*** (49,03)	17,31*** (52,27)	24,69*** (53,21)	13,41*** (52,93)	12,41*** (51,45)	12,44*** (51,61)
Même religion	6,2*** (35,25)	8,91*** (42,17)	7,77*** (38,66)	5,36*** (33,96)	5,07*** (32,8)	5,1*** (32,98)
Relation coloniale	9,79*** (42,66)	5,46*** (31,47)	7,35*** (36,92)	4,45*** (29,67)	3,78*** (26,18)	3,78*** (26,23)
Fractionnement ethnolinguistique	-41,13*** (52,42)	-7,78*** (-20,85)	-17,27*** (40,88)	-27,86*** (54,99)	-4,5*** (-12,89)	-5,21*** (15,34)
Inverse Mills Ratio	51,65*** (55,53)	45,98*** (56,45)	52,45*** (53,04)	40,42*** (70,81)	38,67*** (73,04)	38,77*** (73,18)
Effet fixe	Oui	Oui	Oui	Oui	Oui	Oui
Sommaire du modèle						
Constante	-57,51*** (-50,76)	-449,35*** (-59,6)	-734,17*** (-19,63)	-226,56*** (-67,64)	-191,68*** (-66,09)	-193,6*** (-66,42)
Nombre d'observation	24 640	24 640	24 640	24 640	24 640	24 640
R2	0,320 9	0,287 7	0,253	0,368 2	0,375	0,375 4

Ce tableau présente une estimation de régression selon le modèle de gravité du nombre de F&A TF entre une paire de pays. La variable dépendante est le nombre de F&A TF qui survient, pour paire de pays et pour une année donnée. La définition des différentes variables est fournie à l'annexe 4. ***, **, *, et ces dernières montrent la significativité statistique au niveau de 1 %, 5 % et 10 % respectivement.

Les principales observations pouvant être faites concernant le nombre de F&A TF étant réalisées entre une paire de pays pour une année donnée sont d'abord que, la corruption, dans l'ensemble des modèles, est un important déterminant. Autant la différence de corruption, la corruption du pays cible que celle du pays acquéreur représentent un déterminant significatif dans l'ensemble des modèles. La différence de

corruption est négativement associée au nombre de F&A TF, ce qui est constant avec la littérature, indiquant ainsi que les pays préfèrent s'établir dans des pays ayant un niveau de corruption semblable puisque le pays acquéreur y est le plus à l'aise. Cependant, la différence de corruption est positivement associée au nombre de F&A TF dans le troisième modèle, ce qui permet de croire que les facteurs associés au pays acquéreur ne sont pas suffisants pour expliquer le nombre de F&A TF entre deux pays. Les indices de corruption de la cible et de l'acquéreur sont positivement associés, ce qui a du sens, car, plus l'indice de corruption est élevé, moins le pays est corrompu. On peut donc déduire que les entreprises acquéreuses cherchent à s'installer en priorité dans les environnements moins corrompus et que les entreprises acquéreuses provenant des pays les moins corrompus sont celles qui sont les plus actives sur le marché des F&A TF.

Les résultats respectent les principaux éléments du modèle de gravité, c'est-à-dire que la distance géographique est négativement et significativement associée au nombre de F&A. Donc, plus les pays sont éloignés géographiquement, moins il y aura de transactions entre eux-ci. Les résultats de la variable frontière partagée viennent valider les résultats. Le modèle de gravité, en plus de s'intéresser à la distance géographique, stipule qu'une taille semblable entre les deux pays veut dire un plus grand nombre de transactions entre eux-ci. Cette affirmation est confirmée lorsque l'on observe les résultats de la différence de la population et la différence de PIB par habitant, qui sont négativement et significativement associés au nombre de transactions, ce qui veut dire que plus la taille des pays est semblable, plus il y aura de transactions entre eux-ci ce qui est constant avec le modèle de gravité.

Il est également intéressant de constater que l'ensemble des variables culturelles est hautement significatif, ce qui vient confirmer qu'une culture commune facilite les transactions entre les pays. L'*Inverse Mills Ratio* est significatif dans l'ensemble des modèles ce qui vient confirmer le biais de sélection de l'échantillon utilisé.

Finalement, on peut observer que l'ensemble des variables utilisées est hautement significatif mis à part le taux de chômage qui, lui, n'est pas significatif dans les modèles 5 et 6 ; ceci nous permet de croire que la recherche de main-d'œuvre, prête à travailler, n'est pas un déterminant important dans le choix d'un pays partenaire lors de transactions.

4.5 Déterminants du volume des transactions de F&A TF entre une paire de pays

Le tableau 8 montre les principaux déterminants de la valeur des transactions de F&A TF entre une paire de pays, en dollars américains. En plus d'affecter significativement le nombre de F&A TF entre deux pays, la corruption peut aussi avoir une influence sur le montant desdites transactions.

Tableau 8 — Analyse des déterminants du volume des transactions de F&A TF

Volume des transactions						
	1	2	3	4	5	6
Variables d'intérêts						
Différence de l'indice de corruption	-0,01** (2,2)	-0,05*** (34,66)	0,02*** (41,1)	-0,02*** (17,8)	-0,04*** (13,5)	
Indice de corruption cible					0,04*** (14,8)	
Indice de corruption acquéreur						0,04*** (13,7)
Différences de variable entre le pays cible et le pays acquéreur						
Distance géographique	-0,01*** (16,1)	-0,01*** (-45,39)	-0,01*** (-35,16)	-0,01*** (-30,96)	-0,01*** (-34,05)	-0,01*** (-34,28)
Frontière partagée	0,36*** (11,9)	1,26*** (38,91)	1,26*** (35,3)	0,34*** (11,9)	0,42*** (14,8)	0,41*** (14,5)
Différence de PIB au carré	0,01*** (9,89)			0,01*** (19,9)	0,01*** (22,0)	0,01*** (22,0)
Différence de population	0,17*** (11,6)			-0,14*** (7,18)	-0,15*** (8,31)	-0,17*** (9,41)
Différence de PIB par habitant	0,05* (1,77)			0,01 (0,38)	0,08*** (3,19)	0,15*** (6,99)
Différence de croissance du PIB	-0,01*** (2,76)			0,03*** (15,2)	0,03*** (14,4)	0,03*** (15,4)
Origine légale	0,17*** (13,1)			-0,03 (-1,47)	0,07*** (4,05)	0,07*** (3,9)
Max (Import : Export)	0,05*** (19,1)			0,05*** (29,5)	0,05*** (30,5)	0,05*** (30,9)
Accords commerciaux régionaux	0,06*** (4,75)			0,1*** (9,02)	0,15*** (12,8)	0,14*** (12,5)
Traités bilatéraux d'investissements	-0,44*** (18,96)			-0,36*** (30,5)	-0,33*** (29,3)	-0,33*** (29,3)
Variables spécifiques au pays cible						
PIB		-21,99*** (39,)				
PIB par habitant		24,36*** (40,5)				
Population		23,12*** (39,9)				
Application des lois		2,49*** (40,13)		1,23*** (25,8)	1,25*** (28,4)	1,29*** (29,4)
Protection des investisseurs		1,15*** (37,76)		0,83*** (22,5)	0,18*** (9,21)	0,25*** (14,5)

	1	2	3	4	5	6
Qualité de divulgation des résultats		-0,08*** (25,93)		-0,02*** (5,24)	0,03*** (10,6)	0,03*** (9,24)
Taux d'imposition		0,04*** (30,68)		0,05*** (23,5)	0,05*** (26,2)	0,05*** (26,5)
Volatilité du taux de change		0,01*** (5,61)		0,03*** (15,0)	0,04*** (19,4)	0,04*** (19,1)
Taux de chômage		0,02*** (16,2)		0,01*** (9,39)	0,01* (1,7)	0,01** (2,05)
Variables spécifiques au pays acquéreur						
PIB			-9,34** (-1,98)			
Population			11,41** (2,41)			
PIB par habitant			13,54*** (2,86)			
Rendement de l'indice boursier national			-0,02*** (14,82)	-0,01*** (-8,12)	-0,01*** (-7,63)	-0,01*** (-7,65)
Variables culturelles						
Même langue	0,44*** (16,11)	1,15*** (42,16)	1,41*** (35,87)	0,59*** (26,62)	0,59*** (27,96)	0,6*** (28,15)
Même religion	0,24*** (15,83)	0,66*** (37,95)	0,51*** (30,04)	0,31*** (22,29)	0,32*** (23,19)	0,32*** (23,16)
Relation coloniale	0,12*** (5,95)	0,32*** (22,23)	0,38*** (22,34)	0,12*** (8,69)	0,11*** (8,41)	0,11*** (8,46)
Fractionnement ethnolinguistique	-0,89*** (-13,3)	-0,59*** (-19,14)	-0,97*** (-26,98)	-1,1*** (-24,98)	-0,36*** (-11,59)	-0,41*** (-13,87)
Inverse Mills Ratio	0,81*** (10,24)	2,74*** (41,13)	2,66*** (31,85)	1,31*** (26,26)	1,38*** (29,75)	1,38*** (29,84)
Effet fixe	Oui	Oui	Oui	Oui	Oui	Oui
Sommaire du modèle						
Constante	-0,67*** (6,92)	-29,14*** (47,28)	-36,5*** (-11,56)	-7,09*** (-24,36)	-6,72*** (-26,61)	-6,84*** (-26,92)
Nombre d'observation	24 640	24 640	24 640	24 640	24 640	24 640
R2	0,378 5	0,396 2	0,324	0,394 9	0,399 7	0,399 1

Ce tableau présente une estimation de régression selon le modèle de gravité du montant des transactions de F&A TF entre une paire de pays. La variable dépendante est la valeur des F&A TF qui survient pour paire de pays pour une année donnée. La définition des différentes variables est fournie à l'annexe 4. ***, **, *, montre la significativité statistique au niveau de 1 %, 5 % et 10 % respectivement.

Le tableau des résultats ci-dessus permet de constater qu'encore une fois, la corruption est un important déterminant des F&A TF. La différence de corruption est significative et négative (sauf dans le modèle 3 où elle est positive), on peut donc confirmer qu'en plus d'influencer le nombre de transactions, la corruption affecte également la valeur des transactions entre les pays. Le résultat obtenu dans le troisième modèle peut être expliqué par le fait que les variables spécifiques au pays acquéreur ne sont pas suffisantes pour expliquer le volume de F&A TF. Il est cependant aussi important de mentionner que la base de données *SDC Platinum*, utilisée pour obtenir les données de F&A TF, n'inclut pas transactions inférieures à 1 000 000 \$ ce qui peut venir biaiser les résultats. Même en ajoutant la corruption du pays cible, la différence de corruption demeure négative et significative. Le fait que la corruption de la cible soit significative et positive veut dire que plus l'indice de corruption est élevé (donc plus le niveau de corruption du pays est faible), plus les entreprises des autres pays seront tentées de dépenser des montants importants pour s'établir dans ces pays. Les résultats sont généralement semblables à ceux obtenus en évaluant le nombre de transactions entre deux pays. Une différence intéressante est que, cette fois-ci, le taux de chômage démontre une plus grande significativité. On peut déduire que les entreprises seront prêtes à dépenser plus d'argent lors des transactions de F&A TF lorsque le taux de chômage est plus élevé, car ils s'assurent d'avoir de la main-d'œuvre disponible en allant s'établir dans un nouveau pays, ce qui est constant avec la littérature existante (Irpan, Saad, Nor et Noor, 2016 ; Newman, 2019).

4.6 Tests supplémentaires

Chaque pays possède une réalité qui lui est propre et donc différente des autres pays. Cette réalité fait que les principaux déterminants des activités de F&A TF peuvent différer selon la situation de chaque pays. Afin de refléter cette réalité, j'ai séparé les pays de l'échantillon en quartile selon leur indice de corruption. Le premier quartile représente les pays ayant l'indice de corruption la plus basse, donc le plus haut niveau

de corruption et le quatrième quartile représentent les pays ayant l'indice de corruption le plus élevé, donc les pays ayant les niveaux de corruption les plus faibles. Plusieurs tests ont été effectués pour observer si les principaux déterminants sont les mêmes et si la corruption a le même impact lorsque les pays acquéreurs et les pays cibles proviennent de différents quartiles.

Six différents tests ont été effectués afin de bien cerner les différences dans les déterminants les plus importants, soit ceux mesurant la corruption. Tout d'abord, je teste lorsque les pays acquéreurs font partie des deux premiers quartiles (les plus corrompus) et les pays cibles dans les deux derniers quartiles (les moins corrompus), ce qui représente la médiane, et par la suite, le contraire, c'est-à-dire lorsque les pays acquéreurs font partie des quartiles 3 et 4 (les moins corrompus) et lorsque les cibles font partie des deux premiers quartiles (les plus corrompus). Pour le troisième modèle, les pays acquéreurs font partie du premier quartile (le plus corrompu) alors que les pays cibles font partie du quatrième quartile (le moins corrompu). Le quatrième modèle est un de robustesse pour valider les résultats obtenus lors du troisième test : les pays acquéreurs font encore partie du premier quartile alors que les pays cibles, les pays faisant partie du troisième quartile ont été ajoutés afin d'avoir un plus grand échantillon pour évaluer les résultats. Pour les modèles 5 et 6, c'est l'inverse du troisième et quatrième test, c'est donc dire que, dans les deux cas, les pays acquéreurs font partie du quatrième quartile de l'échantillon et, dans un premier temps, les pays cibles font partie du premier quartile alors que, dans le dernier test, ils font partie des deux premiers quartiles.

4.6.1 Déterminants de la probabilité de réaliser des transactions de F&A TF lorsque les pays sont séparés en quartiles

Il s'agit encore une fois d'un test Probit qui a comme variable dépendante, une variable binaire qui prend la valeur de 1 lorsque l'on peut observer au moins une

transaction de F&A entre les pays d'une paire pour une année donnée et la valeur de 0 s'il n'y pas de transaction.

Tableau 9 — Déterminants de la probabilité de réaliser des F&A TF lorsque les pays sont séparés en quartiles

Probit (tous)						
	AC : Q1, Q2 CIB : Q3, Q4	AC : Q3, Q4 CIB : Q1, Q2	AC : Q1 CIB : Q4	AC : Q1 CIB : Q3, Q4	AC : Q4 CIB : Q1	AC : Q4 CIB : Q1, Q2
Modèle	1	2	3	4	5	6
Variables d'intérêts						
Différence de l'indice de corruption	-0,04*** (9,73)	-0,02*** (7,46)	-0,08*** (4,49)	-0,11*** (8,57)	0,06*** (4,36)	0,06*** (7,06)
Indice de corruption cible	0,03*** (5,69)	0,04*** (6,52)	0,05 (1,39)	0,1*** (6,5)	-0,07*** (2,94)	-0,05*** (4,97)
Différences de variable entre le pays cible et le pays acquéreur						
Distance géographique	-0,01*** (-6,74)	-0,01*** (-14,47)	-0,01*** (-3,16)	-0,01*** (-3,77)	-0,01*** (-5,24)	-0,01*** (-11,03)
Différence de PIB au carré	0,01*** (8,91)	0,01*** (9,97)	0,01*** (3,64)	0,01*** (4,87)	0,01* (1,68)	0,01*** (3,83)
Différence de population	-0,54*** (-15,12)	-0,55*** (-17)	-0,51*** (-4,02)	-0,42*** (-5,81)	-0,49*** (-5,93)	-0,25*** (-4,81)
Différence de PIB par habitant	-0,48*** (-5,92)	-0,69*** (-7,85)	-0,59** (-2,33)	-0,54*** (-3,87)	-0,83*** (-3,46)	-0,11 (-0,79)
Différence de croissance du PIB	-0,02** (-2,09)	0,06*** (7,55)	-0,05 (-1,61)	-0,03* (-1,67)	0,01 (0,39)	0,05*** (3,67)
Origine légale	0,44*** (5,14)	-0,76*** (-9,41)	1,05*** (4,36)	0,49*** (3,52)	-0,7*** (-3,91)	-0,55*** (-4,92)
Max (Import ; Export)	0,06*** (8,49)	0,05*** (7,49)	0,06** (2,41)	0,03*** (3,23)	0,16*** (5,62)	0,03*** (2,58)
Accords commerciaux régionaux	-0,08 (-1,52)	0,1** (2,02)	0,08 (0,57)	-0,06 (-0,66)	0,26*** (2,58)	0,2*** (3,01)
Traités bilatéraux d'investissements	-0,18*** (3,44)	-0,02 (-0,43)	0,06 (0,42)	0,25*** (2,99)	0,11 (1,14)	-0,1 (-1,54)
Variables spécifiques au pays cible						
Application des lois	1,18*** (9,68)	2,89*** (11,7)	1,13** (2,54)	0,9*** (4,39)	5,44*** (4,15)	2,66*** (8,64)
Protection des investisseurs	0,19** (2,03)	0,78*** (8,27)	-0,61 (-1,43)	0,28* (1,75)	1,27*** (4,89)	0,84*** (6,26)

	1	2	3	4	5	6
Qualité de divulgation des résultats	-0,08*** (-4,88)	0,08*** (7,7)	0,131 (2)	-0,03 (-1,03)	0,01 (0,09)	0,05*** (3,17)
Taux d'imposition	0,04*** (7,74)	0,09*** (16,55)	-0,02 (-0,95)	0,04*** (4,57)	0,09*** (6,75)	0,08*** (11,07)
Volatilité du taux de change	0,06*** (5,72)	0,06*** (10,29)	0,05 (1,64)	0,04** (2,02)	0,01 (0,76)	0,04*** (5,5)
Taux de chômage	0,03*** (3,04)	-0,03*** (5,37)	-0,07 (-1,11)	0,02 (0,91)	-0,03 (-1,33)	-0,02*** (-2,97)
Variables spécifiques au pays acquéreur						
Rendement de l'indice boursier national	0,01 (0,23)	-0,01*** (-2,6)	-0,07** (-2,1)	-0,04* (-1,85)	-0,07 (-1,47)	-0,12*** (-3,86)
Variables culturelles						
Même langue	0,57*** (7,55)	0,37*** (4,96)	0,51*** (2,57)	0,69*** (6,18)	0,53*** (3,23)	0,45*** (3,89)
Même religion	0,14** (2,26)	0,03 (0,59)	0,52*** (3,46)	0,37*** (3,82)	0,02 (0,15)	0,09 (1,13)
Relation coloniale	0,25*** (4,66)	0,08 (1,39)	-0,01 (-0,01)	-0,01 (-0,06)	-0,18 (-1,16)	0,04 (0,45)
Fractionnement ethnolinguistique	0,74*** (2,82)	-0,45*** (-3,64)	0,33 (0,36)	0,75* (1,74)	-0,8*** (-3,22)	-0,35** (-2,05)
Sommaire du modèle						
Constante	-4,8*** (-12,13)	-9,76*** (-25,02)	2,34 (1,05)	-7,13*** (-9,21)	-5,72*** (-3,96)	-2,6*** (-3,06)
Nombre d'observations	6264	6264	1607	3298	1607	3052
Prob>chi2	0	0	0	0	0	0
Pseudo R2	0,229 5	0,264 4	0,270 1	0,258 9	0,253 8	0,235 4

Ce tableau présente une estimation de l'analyse Probit de la probabilité que surviennent des activités de F&A TF entre une paire de pays. La variable dépendante est une variable binaire qui prend la valeur de 1 lorsqu'il y a au moins une F&A TF entre une paire de pays pour une année donnée. La définition des différentes variables est fournie à l'annexe 4. ***, **, *, montrent la significativité statistique au niveau de 1 %, 5 % et 10 % respectivement.

On peut d'abord constater que la différence dans l'indice de corruption est significative dans l'ensemble des modèles et que l'indice de corruption de la cible est aussi significatif dans tous les modèles, mis à part lorsque les pays les plus corrompus

veulent faire des acquisitions dans les pays qui sont les moins corrompus (modèle 3) alors que l'indice de corruption du pays cible n'a aucune significativité. C'est donc dire que la différence dans l'indice de corruption n'est pas importante car les pays cibles sont déjà très propres, alors que l'indice augmente un peu ou diminue un peu l'impact n'est pas suffisant pour influencer la décision des entreprises des pays très corrompus d'aller s'établir dans les pays les plus propres du monde. Cependant, les modèles 5 et 6 ont des résultats irréguliers. Le coefficient de différence de corruption est positif et significatif à un niveau de 1 %, alors que le coefficient de la corruption dans le pays cible est quant à lui, négatif et significatif au niveau de 1 %, ce qui est contre-intuitif. Ceci voudrait démontrer que lorsque les pays propres cherchent à s'établir dans les pays du dernier quartile, en termes de corruption, une plus grande différence de corruption ainsi qu'un indice de corruption plus faible dans le pays cible favoriseraient la décision de réaliser des F&A TF. Ce résultat est contraire à la logique et à la littérature existante qui suggèrent que les pays les moins corrompus préfèrent ne pas opérer dans les environnements corrompus dus au risque associé, aux coûts importants et à la mauvaise connaissance de cet environnement. Les pays du quatrième quartile sont extrêmement propres et la littérature suggère que les entreprises de ces pays n'ont pas tendance à aller s'établir dans les pays extrêmement corrompus (ceux du premier quartile). Lorsqu'ils choisissent de quand même y aller, on peut en conclure que les motivations sont autres que celles pouvant être liées à la corruption. Des avenues de recherches futures sur le sujet sont proposées dans la conclusion.

Dans les variables de différences entre le pays cible et le pays acquéreur, il est intéressant de remarquer que, dans les modèles 3 et 5, la différence de croissance de PIB n'est pas significative. On peut aussi observer que les accords de commerce régionaux n'ont pas de significativité dans 3 des 4 premiers modèles et que les traités d'investissements bilatéraux ont aussi une signification limitée.

En regardant les variables spécifiques aux pays cibles, il est d'abord intéressant de montrer que, lorsque les entreprises faisant partie du premier quartile, les pays les plus corrompus voulant faire des F&A TF dans les pays du quatrième quartile

(modèle 3), seulement la variable Application des lois est significative. Le quatrième modèle vient confirmer cette affirmation. Un autre résultat intéressant à mentionner est que, pour la qualité de divulgation des résultats, le signe des coefficients est négatif dans le premier modèle alors qu'il est positif dans le second et le sixième modèle. C'est donc dire que seulement les entreprises des pays moins corrompus qui vont dans les pays plus corrompus sont encouragées par cette variable. On peut supposer que les pays plus corrompus sont généralement moins habitués à la transparence et voient cet élément comme un inconvénient diminuant les possibilités d'effectuer des transactions dans les pays cibles (Köhler, 2010). Il est donc moins probable qu'ils choisissent de s'établir dans ces pays.

Pour les variables culturelles, une langue commune est positive et significative dans l'ensemble des modèles comme prévu. L'impact de la religion n'est cependant pas significatif lorsque les entreprises des pays propres acquièrent des entreprises provenant des pays plus corrompus. La relation coloniale est, quant à elle, très peu significative dans la décision de F&A TF.

4.6.2 Déterminants du nombre de transactions de F&A TF lorsque les pays sont séparés en quartiles

Pour analyser l'importance de la corruption et les principaux déterminants du nombre de F&A TF lorsque les pays sont séparés en quartiles, comme précédemment, le modèle de gravité est utilisé. On devrait s'attendre à ce que, malgré le fait que les pays de l'échantillon soient séparés en quartiles, les critères du modèle de gravité soient respectés, c'est-à-dire que la distance géographique a un impact significatif et négatif et que les variables servant à mesurer la taille soient positives et significatives. La corruption devrait être également significative dans l'ensemble des modèles.

Tableau 10 — Déterminants du nombre de transactions de F&A TF lorsque les pays sont séparés en quartiles

Modèle	Nombre de transactions					
	AC : Q1, Q2 CIB : Q3, Q4	AC : Q3, Q4 CIB : Q1, Q2	AC : Q1 CIB : Q4	AC : Q1 CIB : Q3, Q4	AC : Q4 CIB : Q1	AC : Q4 CIB : Q1, Q2
	1	2	3	4	5	6
Variables d'intérêts						
Différence de l'indice de corruption	-0,06*** (-3,98)	-0,17*** (-7,85)	-0,3*** (-12,05)	-0,24*** (-5,06)	0,03 (0,87)	0,44*** (11,81)
Indice de corruption cible	0,07*** (4,81)	0,32*** (13,16)	0,17*** (9,21)	0,22*** (5,18)	-0,08* (-1,91)	-0,35*** (-9,55)
Différences de variable entre le pays cible et le pays acquéreur						
Distance géographique	-0,01*** (-4,18)	-0,01*** (-27,39)	-0,01*** (-13,06)	-0,01*** (-4,62)	-0,01*** (-9)	-0,01*** (-23,93)
Différence de PIB au carrée	-0,01 (-0,8)	-0,01*** (-3,05)	-0,01*** (-18,44)	0,01** (2)	0,01* (1,86)	0,01*** (11,22)
Différence de population	0,09 (0,52)	-2,15*** (-11,4)	-0,76*** (-5,1)	-0,56*** (-3,15)	-0,3 (-1,34)	-0,94*** (-5,83)
Différence de PIB par habitant	0,07 (0,28)	-4,21*** (-15,48)	-2,76*** (-10,46)	-0,84*** (-3,06)	-2*** (-5,3)	-0,04 (-0,18)
Différence de croissance du PIB	-0,02* (-1,76)	0,46*** (20,09)	-0,17*** (-11,85)	-0,06*** (-3,89)	-0,02 (-0,75)	0,41*** (14,93)
Origine légale	1,02*** (6,14)	-5,03*** (-18,69)	3,44*** (11,74)	1,35*** (5,99)	-2,09*** (-6,96)	-5,11*** (-17,25)
Max (Import : Export)	0,14*** (11,47)	0,36*** (21,85)	0,23*** (13,4)	0,12*** (12,37)	0,4*** (8,79)	0,2*** (10,8)
Accords commerciaux régionaux	-0,09 (-1,38)	0,87*** (9,32)	0,55*** (10,28)	-0,05 (-0,75)	0,34** (2,23)	1,79*** (12,7)
Traités bilatéraux d'investissements	-0,58*** (-7,43)	-0,75*** (-8,3)	0,34*** (6,4)	0,36*** (2,96)	-0,21* (-1,74)	-1,52*** (-14,44)
Variables spécifiques au pays cible						
Application des lois	1,72*** (4,45)	27,62*** (26,85)	2,27*** (6,82)	2,04*** (5,03)	12,67*** (5,58)	29,28*** (22,05)
Protection des investisseurs	-0,32*** (-2,87)	5,41*** (19,28)	-1,97*** (-9,93)	0,4*** (2,71)	3,38*** (6,59)	7,5*** (18,42)
Qualité de divulgation des résultats	-0,13*** (-4,36)	0,69*** (21,77)	-0,13*** (-4,73)	-0,09*** (-4,77)	0,07*** (3,08)	0,56*** (17,94)

	1	2	3	4	5	6
Taux d'imposition	0,06*** (4,23)	0,67*** (24,38)	-0,05*** (-5,71)	0,09*** (5,45)	0,19*** (5,9)	0,75*** (20,68)
Volatilité du taux de change	0,03 (1,43)	0,35*** (18,76)	0,15*** (9,75)	0,04** (2,41)	-0,03** (-2,36)	0,33*** (15,44)
Taux de chômage	0,04*** (3,09)	-0,18*** (-16,38)	-0,29*** (-12,64)	0,04*** (3,88)	-0,06*** (-2,77)	-0,19*** (-14,99)
Variables spécifiques au pays acquéreur						
Rendement de l'indice boursier national	-0,01 (-0,77)	-0,07*** (-13,88)	-0,26*** (-12,56)	-0,09*** (-4,64)	-0,09 (-1,57)	-1,06*** (-15,22)
Variables culturelles						
Même langue	1,09*** (5,62)	3,39*** (17,51)	1,84*** (11,65)	1,65*** (5,54)	1*** (3,61)	4,69*** (17,41)
Même religion	0,23*** (2,88)	1,25*** (11,25)	2,08*** (13,75)	0,81*** (4,91)	0,56*** (4,23)	1,65*** (12,37)
Relation coloniale	0,28*** (2,84)	0,59*** (5,87)	0,03 (0,39)	-0,09 (-1,24)	-0,78*** (-5,01)	0,22* (1,8)
Fractionnement ethnolinguistique	1,44*** (4,09)	-4,62*** (-17,65)	-0,25 (-0,84)	1,81*** (4,5)	-2,07*** (-5,24)	-3,21*** (-10,92)
Inverse Mills Ratio	1,49*** (4,03)	10,21*** (24,56)	4,37*** (13,44)	2,51*** (5,04)	2,26*** (4,84)	12,41*** (20,4)
Effet fixe	Oui	Oui	oui	Oui	oui	Oui
Sommaire du modèle						
Constante	-5,64*** (-3,16)	-86,02*** (-22,49)	5,01*** (5,51)	-16,71*** (-4,92)	-21,29*** (-6,33)	-40,81*** (-14,43)
Nombre d'observations	6264	6264	1607	3298	1607	3052
R2	0,293 3	0,412 7	0,651 8	0,313 9	0,364 8	0,439 6

Ce tableau présente une estimation de régression selon le modèle de gravité du nombre de F&A TF entre une paire de pays. La variable dépendante est le nombre de F&A TF qui survient, pour paire de pays, pour une année donnée. La définition des différentes variables est fournie à l'annexe 4. ***, **, *, montre la significativité statistique au niveau de 1 %, 5 % et 10 % respectivement.

Plusieurs constats peuvent être faits à partir des résultats présentés dans le tableau 10. Tout d'abord, les critères du modèle de gravité sont respectés dans presque l'ensemble de ceux présentés. La distance géographique est négative et significative dans l'ensemble des modèles. La taille quant à elle, mesurée par la différence de population et la différence de PIB au carré, est aussi significative dans tous les modèles mis à part le premier et le cinquième.

En observant les variables d'intérêts, soit la différence dans l'indice de corruption et la corruption dans le pays cible, on aperçoit que, comme prévu, la

différence de corruption est significative et négative dans les quatre premiers modèles alors que la corruption du pays cible est positive et significative. Cependant, comme dans le cas du modèle Probit présenté précédemment, les résultats des modèles cinq et six sont complètement différents. Encore une fois, les signes des coefficients sont contraires à ceux des quatre premiers modèles ce qui suggère, dans le cas présent, que la plus grande présence dans les pays les plus corrompus favoriserait le nombre de transactions provenant des pays les moins corrompus. Cependant, les résultats du cinquième modèle sont non-significatifs dans le cas de la différence de corruption et, peu significatif, en ce qui concerne l'indice de corruption de la cible. Une hypothèse pouvant expliquer le phénomène serait que les opportunités ou les gains potentiels à réaliser sont tellement importants que les entreprises des pays propres font fi des inconvénients et des coûts qui sont rattachés à la corruption dans les pays cibles.

Lorsque l'on se concentre sur les variables de différence entre le pays cible et acquéreur, on peut voir que, seulement la distance géographique, l'origine légale, les transactions entre les pays (*Max [Import : Export]*) et les traités bilatéraux d'investissement ont de l'importance pour chacun des six modèles. Un constat semblable peut être fait pour le cinquième modèle alors que quatre des variables n'ont aucune ou peu de significativité, soit : la différence de PIB au carré, la différence de population, la différence de croissance de PIB et les traités d'investissements bilatéraux. Il est également intéressant de constater que les traités d'investissements bilatéraux ont une influence positive sur le nombre de transactions lorsque les pays acquéreurs font partie du premier quartile (les pays les plus corrompus) et une influence négative dans les autres modèles.

Dans les variables qui sont spécifiques au pays cible, il est pertinent de mentionner qu'une meilleure qualité de divulgation des résultats a un effet dissuasif sur le nombre de transactions lorsque l'acquéreur est plus corrompu que sa cible.

Finalement, dans les variables culturelles, la grande majorité des résultats reflètent ce qui était prévu, c'est-à-dire qu'une langue et religion commune sont significatives et favorisent le nombre de transactions. On peut aussi mentionner que la

relation coloniale n'est pas significative dans les modèles 3 et 4 alors que le fractionnement ethnolinguistique n'est pas significatif dans le troisième modèle. L'*Inverse Mills Ratio*, qui a été calculé pour chaque modèle à partir des résultats obtenus dans les premières régressions avec la variable binaire Probit, est positif et hautement significatif pour l'ensemble des résultats, ce qui, comme dans les tests précédents, vient confirmer le biais de sélection de l'échantillon utilisé.

4.6.3 Déterminants du montant des transactions de F&A TF lorsque les pays sont séparés en quartiles

Encore une fois les pays sont séparés en quartiles, où le premier quartile représente les pays les plus corrompus et le quatrième les moins corrompus. Basé sur le modèle de gravité, des régressions multiples sont utilisés afin de tester l'impact qu'a la corruption sur le volume des transactions de F&A TF entre deux pays de l'échantillon.

Tableau 11 — Déterminants du volume des transactions de F&A TF lorsque les pays sont séparés en quartiles

	Volume des transactions					
	1	2	3	4	5	6
	AC : Q1, Q2 CIB : Q3, Q4	AC : Q3, Q4 CIB : Q1, Q2	AC : Q1 CIB : Q4	AC : Q1 CIB : Q3, Q4	AC : Q4 CIB : Q1	AC : Q4 CIB : Q1, Q2
Variables d'intérêts						
Différence de l'indice de corruption	-0,04*** (-7,25)	-0,02*** (-3,41)	-0,09*** (-6,45)	-0,18*** (-10,5)	-0,01 (-0,49)	0,07*** (6,43)
Indice de corruption cible	0,03*** (6,81)	0,04*** (6,63)	0,05*** (4,55)	0,16*** (10,35)	-0,01 (-0,24)	-0,06*** (-4,8)
Différences de variable entre le pays cible et le pays acquéreur						
Distance géographique	-0,01*** (-10,61)	-0,01*** (-15,04)	-0,01*** (-7,75)	-0,01*** (-11,08)	-0,01*** (-6,15)	-0,01*** (-14,65)
Différence de PIB au carrée	0,01*** (7,13)	-0,01** (-2,44)	-0,01*** (-3,81)	0,01*** (9,73)	0,01 (0,23)	0,01*** (7,45)
Différence de population	-0,27*** (-5,33)	-0,16*** (-3,57)	-0,34*** (-4,02)	-0,59*** (-9,34)	0,06 (0,79)	-0,17*** (-3,38)
Différence de PIB par habitant	-0,3*** (-4,1)	-0,44*** (-6,7)	-0,75*** (-5,13)	-0,81*** (-8,28)	-0,41*** (-3,08)	-0,09 (-1,28)
Différence de croissance du PIB	-0,02*** (-5,25)	0,05*** (8,01)	-0,05*** (-6,18)	-0,04*** (-8,51)	-0,01 (-1,02)	0,07*** (7,46)
Origine légale	0,57*** (11,27)	-0,64*** (-10)	1,17*** (7,17)	0,91*** (11,27)	-0,42*** (-4,02)	-0,98*** (-11,12)
Max (Import : Export)	0,05*** (12,93)	0,07*** (17,72)	0,07*** (6,5)	0,05*** (14,62)	0,07*** (4,29)	0,06*** (9,73)
Accords régionaux commerciaux	-0,03 (-1,42)	0,1*** (4,2)	0,2*** (6,56)	-0,05* (-1,84)	0,08 (1,52)	0,25*** (5,9)
Traités bilatéraux d'investissements	-0,23*** (-9,41)	-0,13*** (-5,75)	0,08** (2,45)	0,38*** (8,87)	-0,02 (-0,27)	-0,26*** (-8,04)
Variables spécifiques au pays cible						
Application des lois	1,1*** (9,33)	2,68*** (11)	0,82*** (4,45)	1,49*** (10,33)	2,17*** (2,77)	4,42*** (11,22)
Protection des investisseurs	0,09** (2,42)	0,79*** (11,9)	-0,6*** (-5,38)	0,46*** (8,81)	0,81*** (4,58)	1,51*** (12,45)
Qualité de divulgation des résultats	-0,08*** (-8,38)	0,08*** (10,46)	-0,06*** (-3,85)	-0,05*** (-7,63)	0,01 (0,66)	0,09*** (9,23)

	1	2	3	4	5	6
Taux d'imposition	0,04*** (8,67)	0,08*** (12,32)	-0,02*** (4,68)	0,06*** (10,45)	0,04*** (3,24)	0,14*** (12,66)
Volatilité du taux de change	0,04*** (6,66)	0,04*** (7,92)	0,05*** (5,62)	0,05*** (8,3)	-0,02** (2,45)	0,06*** (9,17)
Taux de chômage	0,03*** (6,58)	-0,03*** (-8,58)	-0,08*** (-5,88)	0,03*** (7,21)	-0,01 (-0,64)	-0,04*** (-8,92)
Variables spécifiques au pays acquéreur						
Rendement de l'indice boursier national	-0,01 (-0,72)	-0,01*** (-6,37)	-0,08*** (-6,41)	-0,06*** (-8,76)	0,01 (0,42)	-0,18*** (-8,55)
Variables culturelles						
Même langue	0,63*** (10,59)	0,4*** (8,68)	0,49*** (5,54)	1,16*** (10,9)	0,07 (0,7)	0,75*** (9,38)
Même religion	0,22*** (8,9)	0,17*** (6,35)	0,61*** (7,26)	0,63*** (10,81)	0,16*** (3,41)	0,25*** (6,23)
Relation coloniale	0,13*** (4,29)	0,03 (0,97)	0,01 (0,25)	-0,05** (-2,02)	-0,13** (-2,32)	-0,02 (-0,51)
Fractionnement ethnolinguistique	0,73*** (6,79)	-0,61*** (-9,77)	0,03 (0,17)	1,24*** (8,63)	-0,42*** (-3,04)	-0,62*** (-7,11)
Inverse Mills Ratio	1,03*** (9,11)	1,07*** (10,8)	1,26*** (7,01)	1,87*** (10,54)	0,39** (2,4)	2,06*** (11,39)
Effet fixe	Oui	oui	Oui	Oui	Oui	oui
Sommaire du modèle						
Constante	-4,54*** (-8,33)	-9,81*** (-10,83)	1,88*** (3,73)	-12,83*** (-10,63)	-5,13*** (-4,43)	-7,85***(- 9,36)
Nombre d'observation	6264	6264	1607	3298	1607	3052
R2	0,332 8	0,321	0,405 1	0,339	0,259 9	0,305 1

Ce tableau présente une estimation de régression selon le modèle de gravité du montant des transactions de F&A TF entre une paire de pays. La variable dépendante est la valeur des F&A TF qui survient, pour paire de pays, pour une année donnée. La définition des différentes variables est fournie à l'annexe 4. ***, **, *, montre la significativité statistique au niveau de 1 %, 5 % et 10 % respectivement.

Dans les tests qui utilisent le volume des transactions comme variable dépendante, un constat similaire à celui des tests concernant le nombre de transactions peut être fait lorsque l'on s'intéresse aux variables d'intérêts, la différence dans l'indice de corruption et l'indice de corruption de la cible. Encore une fois, les modèles 5 et 6 présentent des coefficients qui sont de signe contraire aux autres tests et les résultats

du cinquième test ne sont pas significatifs. Il serait important que des études futures soient envisagées afin de comprendre et d'expliquer ces résultats complètement contre-intuitifs voulant que les pays les plus propres réalisent un plus grand nombre de transactions et plus importantes, spécifiquement alors que les pays cibles sont corrompus et inclus dans le premier quartile. La littérature suggère que les pays les plus propres (ceux du quatrième quartile) n'ont pas tendance d'aller s'établir dans les pays les plus corrompus (ceux du premier quartile), si les entreprises choisissent de quand même s'y établir c'est soit parce qu'elles ont des motivations qui font qu'elles ignorent l'important de corruption ou encore qu'elles veulent profiter du haut niveau de corruption présent dans le pays pour y tirer un avantage substantiel.

Pour les variables de différence entre la cible et l'acquéreur, il est intéressant de mentionner que, lorsque l'acquéreur est moins corrompu que sa cible, une origine légale commune diminue le volume des transactions entre les deux pays, que les accords régionaux commerciaux ne sont pas significatifs dans la moitié des modèles, soit dans le premier, quatrième et cinquième et que les traités bilatéraux d'investissements stimulent le volume des transactions seulement lorsque l'acquéreur fait partie du premier quartile (pays les plus corrompus), soit les modèles 3 et 4.

Dans les variables qui sont spécifiques aux pays cibles, on peut observer que la protection des investissements est positivement liée au volume des transactions, mis à part dans le troisième test, quand les pays les plus corrompus vont s'établir dans les pays les moins corrompus. La qualité de divulgation des résultats favorise la hausse du volume des transactions lorsque la cible est plus corrompue que l'acquéreur.

Le rendement de l'indice boursier de l'acquéreur est négatif dans tous les modèles sauf le cinquième où des valeurs non significatives sont observées, c'est donc dire que lorsque l'économie nationale va bien les pays réaliseront des transactions de F&A TF à l'international moins importantes alors qu'ils chercheront des opportunités à l'internationale lorsque l'indice boursier national est en baisse.

Finalement, en ce qui concerne les variables culturelles le constant est le même que dans tous les autres tests, une culture commune a un impact positif sur les activités de F&A TF. Avoir un même langage n'est pas significatif dans le cinquième test, mais comme les principaux résultats sont irréguliers pour ce test, il est aussi possible que les autres résultats soient aussi irréguliers ce qui pourrait être expliqué par un biais dans l'échantillon comme mentionné précédemment. On peut aussi remarquer que le fractionnement ethnolinguistique a un effet négatif sur le montant des transactions lorsque la cible est plus corrompue que l'acquéreur.

5 Conclusion et avenues de recherches futures

Cette étude a observé l'effet de la différence de corruption ainsi que l'effet de la corruption dans les pays cibles en regard des transactions de F&A TF. Pour mesurer la corruption, l'indice de perception de la corruption CPI de *Transparency International* a été utilisé, ce qui est l'indice le plus fiable d'un phénomène difficilement quantifiable, et ce auprès d'un échantillon de 56 pays pour les années 2012 à 2019. Tout d'abord à l'aide d'un modèle Probit, l'impact de la corruption sur la probabilité de réaliser des transactions de F&A TF entre les pays fut observé. Par la suite, l'impact de la corruption sur le nombre et le volume de transactions entre les pays fut analysé. Les résultats sont les suivants ; la corruption a un impact négatif et significatif dans l'ensemble des cas. Ceci vient confirmer les études précédentes comme quoi les entreprises voulant augmenter leurs activités dans de nouveaux territoires par des F&A TF vont préférer choisir des pays cibles ayant un niveau de corruption semblable à la leur, car c'est l'environnement dans lequel elles sont habituées d'évoluer. On peut aussi identifier que plus le pays cible est corrompu (donc plus l'indice CPI est faible), moins ce pays est attrayant pour les entreprises étrangères. En luttant contre la corruption et en améliorant leur indice CPI, les pays corrompus attireraient davantage d'investisseurs étrangers par le biais des F&A TF.

L'intérêt de la recherche s'est ensuite porté sur l'importance de l'impact de la corruption pour le pays acquéreur lorsque celui-ci décide de fusionner avec une entreprise dans un pays qui a une corruption bien différente de la sienne. Les pays de l'échantillon ont ainsi été divisés en quartiles selon leur indice de corruption nationale. Les résultats sont encore une fois très intéressants. Autant dans le cas du test Probit, que celui de l'influence de la corruption sur le nombre de transactions et sur le volume de celles-ci, les résultats sont très semblables. La différence de corruption entre deux pays ainsi que la corruption qui prévaut dans le pays cible ont un impact significatif dans la décision de l'entreprise acquéreuse. Cependant, dans les trois tests utilisés, il y a des résultats qui sont à la fois contre-intuitifs et irréguliers. Lorsque les pays extrêmement peu corrompus font des transactions dans les pays extrêmement corrompus, plus la différence de corruption est élevée entre les deux pays, plus elle favorise l'activité entre les deux pays ; cependant, plus l'indice de corruption est élevé (donc la corruption est moins présente), moins cela favorise les activités de F&A TF entre les deux pays. Comme la littérature démontre qu'il est plutôt rare que les entreprises des pays les plus propres aillent s'établir dans les pays extrêmement corrompus, la principale explication permettant d'expliquer les résultats obtenus serait que les entreprises vont s'y établir afin de tirer avantage de la grande corruption présente ou encore qu'elles ont des motivations qui sont plus importantes que les conséquences associées à la corruption présente dans ces pays.

Comme suggestion de recherches futures, l'intérêt devrait se porter sur les résultats irréguliers obtenus dans la présente étude, spécifiquement quand les entreprises des pays les moins corrompus font des affaires avec celles des pays les plus corrompus. Tout d'abord, l'utilisation d'un échantillon sur une plus longue période de temps permettrait d'obtenir plus de transactions, ce qui permettrait peut-être de régulariser la situation. Également, l'utilisation de différentes variables explicatives pourrait peut-être permettre d'obtenir des résultats plus significatifs. En dernier lieu, à titre de questionnement : est-ce que la possibilité d'importants rendements dépasse les coûts potentiels associés à la corruption ? Est-ce possible que les opportunités que

procure un environnement corrompu soient à un point tel favorable que les entreprises de pays s'engageant dans des pays très corrompus veulent y aller afin d'exploiter ces avantages au maximum? Ces questions proposent d'intéressantes avenues de recherches futures pour bien comprendre la relation entre les activités de F&A TF et les impacts de la corruption lorsque le pays cible est grandement corrompu et que le pays acquéreur est très peu corrompu.

6 Bibliographie

Ades, A., & Tella, R. D. (1996). The causes and consequences of corruption: A review of recent empirical contributions. *IDs bulletin*, 27(2), 6-11.

Ahern, K. R., Daminelli, D., & Fracassi, C. (2015). Lost in translation? The effect of cultural values on mergers around the world. *Journal of Financial Economics*, 117(1), 165-189.

Ali, A. M., & Isse, H. S. (2002). Determinants of economic corruption: A cross-country comparison. *Cato J.*, 22, 449.

Ali-Yrkkö, J. (2002). *Mergers and acquisitions: Reason and results* (No. 792). ETLA Discussion papers.

Anderson, J. E. (2010). The gravity model. *Annu. Rev. Econ.*, 3(1), 133-160.

Ata, A. Y., & Arvas, M. A. (2011). Determinants of economic corruption: a cross-country data analysis. *International Journal of Business and Social Science*, 2(13), 161-169.

Azfar, O., Lee, Y., & Swamy, A. (2001). The causes and consequences of corruption. *The Annals of the American Academy of Political and Social Science*, 573(1), 42-56.

Barbopoulos, L., Marshall, A., MacInnes, C., & McColgan, P. (2014). Foreign direct investment in emerging markets and acquirers' value gains. *International Business Review*, 23(3), 604-619.

Barkema, H. G., & Schijven, M. (2008). How do firms learn to make acquisitions? A review of past research and an agenda for the future. *Journal of Management*, 34(3), 594-634.

Bayley, D. H. (1966). The effects of corruption in a developing nation. *Western political quarterly*, 19(4), 719-732.

Bellinger, L., & Hillman, A. J. (2000). Does tolerance lead to better partnering? The relationship between diversity management and M&A success. *Business & Society*, 39(3), 323-337.

Besley, T., & McLaren, J. (1993). Taxes and bribery: the role of wage incentives. *The economic journal*, 103(416), 119-141.

Bhagwat, V., Brogaard, J., & Julio, B. (2020). A BIT goes a long way: bilateral investment treaties and cross-border mergers. *Available at SSRN 2872989*.

Blackburn, K., Bose, N., & Haque, M. E. (2006). The incidence and persistence of corruption in economic development. *Journal of Economic Dynamics and Control*, 30(12), 2447-2467.

Brada, J. C., Drabek, Z., & Perez, M. F. (2012). The effect of home-country and host-country corruption on foreign direct investment. *Review of Development Economics*, 16(4), 640-663.

Brada, J. C., Drabek, Z., Mendez, J. A., & Perez, M. F. (2019). National levels of corruption and foreign direct investment. *Journal of Comparative Economics*, 47(1), 31-49.

Bris, A., & Cabolis, C. (2008). The value of investor protection: Firm evidence from cross-border mergers. *The review of financial studies*, 21(2), 605-648.

Brouthers, L. E., Gao, Y. A. N., & McNicol, J. P. (2008). Corruption and market attractiveness influences on different types of FDI. *Strategic management journal*, 29(6), 673-680.

Brouthers, L. E., Story, J. W., Hadjimarcou, J., & Brouthers, K. (2005). Can developing country firms overcome negative country of origin stereotypes. In *annual meeting of the Academy of International Business, Quebec City*.

Bruner, R. (2004). Where M&A pays and where it strays: A survey of the research. *Journal of Applied Corporate Finance*, 16(4), 63-76.

Cantwell, J. (1989). *Technological innovation and multinational corporations*. B. Blackwell.

Cartwright, S., & Cooper, C. L. (1994). The human effects of mergers and acquisitions. *Journal of Organizational Behavior (1986-1998)*, 47.

Cartwright, S., Cooper, C. L., & Jordan, J. (1995). Managerial preferences in international merger and acquisition partners. *Strategic Change*, 4(5), 263-269.

Chatterjee, S., Lubatkin, M. H., Schweiger, D. M., & Weber, Y. (1992). Cultural differences and shareholder value in related mergers: Linking equity and human capital. *Strategic management journal*, 13(5), 319-334.

Chen, H., & Chen, T. J. (1998). Network linkages and location choice in foreign direct investment. *Journal of international business studies*, 29(3), 445-467.

Chen, Y. R., Huang, Y. L., & Chen, C. N. (2009). Financing constraints, ownership control, and cross-border M&As: evidence from Nine East Asian economies. *Corporate Governance: An International Review*, 17(6), 665-680.

Choi, J. P., & Thum, M. (1998). Market structure and the timing of technology adoption with network externalities. *European Economic Review*, 42(2), 225-244.

Chung, W., & Alcácer, J. (2002). Knowledge seeking and location choice of foreign direct investment in the United States. *Management Science*, 48(12), 1534-1554.

Cremers, K. M., & Nair, V. B. (2005). Governance mechanisms and equity prices. *the Journal of Finance*, 60(6), 2859-2894.

Daniel, T. A., Daniel, T., & Metcalf, G. S. (2001). *The management of people in mergers and acquisitions*. Greenwood Publishing Group.

Davy, J. A., Kinicki, A., Kilroy, J., & Scheck, C. (1988). After the merger: Dealing with people's uncertainty. *Training & Development Journal*, 42(11), 56-62.

Deng, P. (2009). Why do Chinese firms tend to acquire strategic assets in international expansion?. *Journal of World Business*, 44(1), 74-84.

Deng, P., & Yang, M. (2015). Cross-border mergers and acquisitions by emerging market firms: A comparative investigation. *International Business Review*, 24 (1), 157-172.

Di Giovanni, J. (2005). What drives capital flows? The case of cross-border M&A activity and financial deepening. *Journal of international Economics*, 65(1), 127-149.

Di Guardo, M. C., Marrocu, E., & Paci, R. (2016). The effect of local corruption on ownership strategy in cross-border mergers and acquisitions. *Journal of Business Research*, 69(10), 4225-4241.

Doh, J. P., Rodriguez, P., Uhlenbruck, K., Collins, J., & Eden, L. (2003). Coping with corruption in foreign markets. *Academy of Management Perspectives*, 17(3), 114-127.

Dunfee, T. W., & Hess, D. (2000). Getting from Salbu to the tipping point: The role of corporate action within a portfolio of anti-corruption strategies. *Nw. J. Int'l L. & Bus.*, 21, 471.

Dunning, J. H. (1998). Location and the multinational enterprise: a neglected factor?. *Journal of international business studies*, 29(1), 45-66.

Dunning, J. H., & Lundan, S. M. (2008). *Multinational enterprises and the global economy*. Edward Elgar Publishing.

Dutta, D. K., Malhotra, S., & Zhu, P. (2016). Internationalization process, impact of slack resources, and role of the CEO: The duality of structure and agency in evolution of cross-border acquisition decisions. *Journal of World Business*, 51(2), 212-225.

Elbahnasawy, N. G., & Revier, C. F. (2012). The determinants of corruption: Cross-country-panel-data analysis. *The Developing Economies*, 50 (4), 311-333.

Erel, I., Liao, R. C., & Weisbach, M. S. (2012). Determinants of cross-border mergers and acquisitions. *The Journal of finance*, 67(3), 1045-1082.

Frankel, J. A., & Romer, D. H. (1999). Does trade cause growth?. *American economic review*, 89(3), 379-399.

Frost, T. S. (2001). The geographic sources of foreign subsidiaries' innovations. *Strategic Management Journal*, 22 (2), 101-123.

Gadiesh, O., & Ormiston, C. (2002). Six rationales to guide merger success. *Strategy & Leadership*.

Gaffney, N., Karst, R., & Clampit, J. (2016). Emerging market MNE cross-border acquisition equity participation : The role of economic and knowledge distance. *International Business Review*, 25(1), 267-275.

Gatignon, H., & Anderson, E. (1988). The multinational corporation's degree of control over foreign subsidiaries: An empirical test of a transaction cost explanation. *JL Econ. & Org.*, 4, 305.

Geppert, M., Dörrenbächer, C., Gammelgaard, J., & Taplin, I. (2013). Managerial risk-taking in international acquisitions in the brewery industry: institutional and ownership influences compared. *British Journal of Management*, 24(3), 316-332.

Glaeser, E. L., & Shleifer, A. (2002). Legal origins. *The Quarterly Journal of Economics*, 117(4), 1193-1229.

Godinez, J. R., & Liu, L. (2015). Corruption distance and FDI flows into Latin America. *International Business Review*, 24(1), 33-42.

Goldsmith, A. A. (1999). Slapping the grasping hand: Correlates of political corruption in emerging markets. *American Journal of Economics and Sociology*, 58(4), 865-883.

Gordon, R. H., & Bovenberg, A. L. (1996). Why is Capital so Immobile Internationally. *Possible Explanations and Implications for Capital Income Taxation*, 1.

Gorostidi-Martinez, H., & Zhao, X. (2017). Strategies to avoid liability of foreignness when entering a new market. *Journal of Advances in Management Research*.

Guiso, L., Sapienza, P., & Zingales, L. (2006). Does culture affect economic outcomes?. *Journal of Economic perspectives*, 20(2), 23-48.

Habib, M., & Zurawicki, L. (2002). Corruption and foreign direct investment. *Journal of international business studies*, 33(2), 291-307.

Haspeslagh, P. C., & Jemison, D. B. (1991). *Managing acquisitions: Creating value through corporate renewal* (Vol. 416). New York : Free Press.

Haunschild, P. R. (1993). Interorganizational imitation: The impact of interlocks on corporate acquisition activity. *Administrative science quarterly*, 564-592.

Heckman, J. J. (1979). Sample selection bias as a specification error. *Econometrica: Journal of the econometric society*, 153-161.

Henisz, W. J. (2000). The institutional environment for multinational investment. *The Journal of Law, Economics, and Organization*, 16(2), 334-364.

Hess, D., & Dunfee, T. W. (2000). Fighting corruption: A principled approach: The C principles (combating corruption). *Cornell Int'l LJ*, 33, 593.

Hill, C. W., & Jones, T. M. (1992). Stakeholder-agency theory. *Journal of management studies*, 29(2), 131-154.

Hines Jr, J. R. (1995). *Forbidden payment: Foreign bribery and American business after 1977* (No. w5266). National Bureau of Economic Research.

Hoesel, R. V. (1999). New multinational enterprises from Korea and Taiwan. *Beyond Export-Led Growth*.

Huntington, S. P. (1968). *Political Order in Changing Societies*. New Haven, CT: Yale University Press.

Husted, B. W. (1994). Honor among thieves: A transaction-cost interpretation of corruption in third world countries. *Business ethics quarterly*, 17-27.

Husted, B. W. (1999). Wealth, culture, and corruption. *Journal of international business studies*, 30(2), 339-359.

Hyun, H. J., & Kim, H. (2007). *Hyuk, "The Determinants of Cross-border M&As: the Role of Institutions and Financial Development in Gravity Model"* (No. 07-03). KIEP Working Paper.

Irpan, H. M., Saad, R. M., Nor, A. H. S. M., Noor, A. H. M., & Ibrahim, N. (2016). Impact of foreign direct investment on the unemployment rate in Malaysia. In *Journal of Physics: Conference Series* (Vol. 710, No. 1, p. 012028).

Jain, A. K. (2001). Corruption : A review. *Journal of economic surveys*, 15(1), 71-121.

Javorcik, B. S., & Wei, S. J. (2009). Corruption and cross-border investment in emerging markets: Firm-level evidence. *Journal of International Money and Finance*, 28(4), 605-624.

Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of financial economics*, 3(4), 305-360.

Johnston, M. (1986). The political consequences of corruption: a reassessment. *Comparative politics*, 18(4), 459-477.

Jongwanich, J., Brooks, D. H., & Kohpaiboon, A. (2013). Cross-border Mergers and Acquisitions and Financial Development: Evidence from Emerging Asia. *Asian Economic Journal*, 27(3), 265-284.

Kaufmann, D. (2005). Myths and realities of governance and corruption. *Available at SSRN 829244*.

Ketkar, S. (2014). The rules of global engagement for developing country firms. *Competitiveness Review*.

Khanna, T., Kogan, J., & Palepu, K. (2006). Globalization and similarities in corporate governance: A cross-country analysis. *Review of Economics and Statistics*, 88(1), 69-90.

Köhler, M. (2010). *Transparency of regulation and cross-border bank mergers* (No. 08-009 [rev.]). ZEW Discussion Papers.

King, A. A., & Tucci, C. L. (2002). Incumbent entry into new market niches: The role of experience and managerial choice in the creation of dynamic capabilities. *Management science*, 48 (2), 171-186.

Klitgaard, R. (1998). Strategies against corruption. *Presentation at Agencia Española de Cooperación Internacional Foro Iberoamericano sobre el Combate a la Corrupción, Santa Cruz de la Sierra, Jun*, 15-16.

Knack, S. F., & Azfar, O. (2000). *Are larger countries really more corrupt?* (Vol. 2470). World Bank Publications.

Koi-Akrofi, G. Y. (2016). Mergers and acquisitions failure rates and perspectives on why they fail. *International Journal of Innovation and Applied Studies*, 17(1), 150.

Kronborg, D., & Thomsen, S. (2009). Foreign ownership and long-term survival. *Strategic Management Journal*, 30 (2), 207-219.

Kumar, N. (Ed.). (2003). *Globalization, foreign direct investment and technology transfers: Impacts on and prospects for developing countries*. Routledge.

Porta, R. L., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1998). Law and finance. *Journal of political economy*, 106(6), 1113-1155.

La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., & Shleifer, A. (1999). Corporate ownership around the world. *The journal of finance*, 54(2), 471-517.

Lambsdorff, J. G. (2003). How corruption affects persistent capital flows. *Economics of Governance*, 4 (3), 229-243.

Lecraw, D. J. (1993). Outward direct investment by Indonesian firms: Motivation and effects. *Journal of international business studies*, 24(3), 589-600.

Lederman, D., Loayza, N. V., & Soares, R. R. (2005). Accountability and corruption: Political institutions matter. *Economics & politics*, 17(1), 1-35.

Leff, N. H. (1964). Economic development through bureaucratic corruption. *American behavioral scientist*, 8(3), 8-14.

Leys, C. (1965). What is the Problem about Corruption?. *The Journal of Modern African Studies*, 3(2), 215-230.

Li, J., & Guisinger, S. (1992). The globalization of service multinationals in the "triad" regions: Japan, Western Europe and North America. *Journal of International Business Studies*, 23(4), 675-696.

Li, S., & Wu, J. (2010). Why some countries thrive despite corruption: The role of trust in the corruption-efficiency relationship. *Review of International Political Economy*, 17(1), 129-154.

Liberatore, M. D. (2000). HR's relative importance in mergers and acquisitions. *Human Resource Executive*, 48.

- Lui, F. T. (1985). An equilibrium queuing model of bribery. *Journal of political economy*, 93(4), 760-781.
- Luo, Y., & Tung, R. L. (2007). International expansion of emerging market enterprises: A springboard perspective.
- Magnusson, P., Haas, S. M., & Zhao, H. (2008). A branding strategy for emerging market firms entering developed markets. *Journal of International Consumer Marketing*, 20(3-4), 95-107.
- Makino, S., & Delios, A. (1996). Local knowledge transfer and performance: Implications for alliance formation in Asia. *Journal of international business studies*, 27(5), 905-927.
- Makino, S., Lau, C. M., & Yeh, R. S. (2002). Asset-exploitation versus asset-seeking : Implications for location choice of foreign direct investment from newly industrialized economies. *Journal of international business studies*, 33(3), 403-421.
- Malekzadeh, A. R., & Nahavandi, A. (1990). Making mergers work by managing cultures. *Journal of Business Strategy*.
- Malhotra, S., Sivakumar, K., & Zhu, P. (2011). Curvilinear relationship between cultural distance and equity participation: An empirical analysis of cross-border acquisitions. *Journal of International Management*, 17(4), 316-332.
- Malhotra, S., Zhu, P., & Locander, W. (2010). Impact of host-country corruption on US and Chinese cross-border acquisitions. *Thunderbird International Business Review*, 52(6), 491-507.
- Markowitz, H. (1952). The utility of wealth. *Journal of political Economy*, 60(2), 151-158.
- Marks, M. L., & Mirvis, P. H. (1998). How mind-set clashes get merger partners off to a bad start. *MERGERS AND ACQUISITIONS-PHILADELPHIA-*, 33, 28-33.
- Martin, K. D., Cullen, J. B., Johnson, J. L., & Parboteeah, K. P. (2007). Deciding to bribe: A cross-level analysis of firm and home country influences on bribery activity. *Academy of Management Journal*, 50(6), 1401-1422.
- Mauro, P. (1995). Corruption and growth. *The quarterly journal of economics*, 110(3), 681-712.
- Mauro, P. (1997). *Why worry about corruption?* (Vol. 6). International Monetary Fund.
- Mirvis, P. H., & Marks, M. L. (1992). The Human Side of Merger Planning: Assessing and Analyzing" Fit ». *Human Resource Planning*, 15 (3).

Moeller, S. B., & Schlingemann, F. P. (2005). Global diversification and bidder gains: A comparison between cross-border and domestic acquisitions. *Journal of Banking & Finance*, 29(3), 533-564.

Motis, J. (2007). Mergers and acquisitions motives. *Toulouse School of Economics EHESS (GREMAQ) and University of Crete*. Retrieved from economics. soc. uoc. gr/wpa/docs/paper2mottis. pdf.

Murphy, K. M., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1993). Why is rent-seeking so costly to growth?. *The American Economic Review*, 83(2), 409-414.

Newman, C. (2019). ACQUIRING ECONOMIC STABILITY: M&A ACTIVITY AS AN AUTOMATIC STABILIZER FOR UNEMPLOYMENT. *University of California, Berkeley*.

Newton, I. (2008). Principia mathematica (1687). *Trans. Andrew Motte*. On line : <http://gravitee.tripod.com/lgenschol.htm>.

Paldam, M. (2002). The cross-country pattern of corruption: economics, culture and the seesaw dynamics. *European Journal of Political Economy*, 18(2), 215-240.

Portes, R., & Rey, H. (2000). The determinants of cross-border equity flows: the geography of information.

Prange, C. (2012). Ambidextrous internationalization strategies: The case of Chinese firms entering the world market. *Organizational Dynamics*, 41(3), 245-253.

Raff, H., Ryan, M. J., & Stähler, F. (2006). Asset ownership and foreign-market (CESifo Working Paper, No. 1676)

Refakar, M., Gueyie, J. P., & Filbien, J. Y. (2019). Exporting Transparency Through Mergers. *International Journal of Economics and Finance*, 11(7), 110-110.

Refakar, M., & Gueyie, J. P. (2019). Corruption and Capacity Building in Developing Countries: The African/Asian Paradox. In *Capacity Building in Developing and Emerging Countries* (pp. 283-307). Springer, Cham.

Rose-Ackerman, S. (1997). The political economy of corruption. *Corruption and the global economy*, 31, 60.

Rose-Ackerman, S. (2008). Corruption and government. *International peacekeeping*, 15(3), 328-343.

Rose-Ackerman, S. (2009). Corruption in the wake of domestic national conflict. *Corruption, global security, and world order*, 66-96.

Ross, S. A. (1973). The economic theory of agency: The principal's problem. *The American economic review*, 63(2), 134-139.

Rossi, S., & Volpin, P. F. (2004). Cross-country determinants of mergers and acquisitions. *Journal of Financial Economics*, 74(2), 277-304.

Sanyal, R. N., & Samanta, S. K. (2004). Determinants of bribery in international business. *Thunderbird International Business Review*, 46(2), 133-148.

Schlingemann, F. P., & Stulz, R. M. (2005). Wealth destruction on a massive scale ? A study of acquiring-firm returns in the recent merger wave. *The journal of finance*, 60(2), 757-782.

Scott, J. C. (1972). *Comparative political corruption*. Prentice Hall.

Serra, D. (2006). Empirical determinants of corruption: A sensitivity analysis. *Public Choice*, 126(1-2), 225-256.

Shen, C., & Williamson, J. B. (2005). Corruption, democracy, economic freedom, and state strength: A cross-national analysis. *International Journal of Comparative Sociology*, 46 (4), 327-345.

Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1993). Corruption. *The quarterly journal of economics*, 108 (3), 599-617.

Smarzynska, B. K., & Wei, S. J. (2000). Corruption and composition of foreign direct investment: Firm-level evidence (No. w7969).

Svensson, J. (2003). Why conditional aid does not work and what can be done about it?. *Journal of development economics*, 70(2), 381-402.

Swamy, A., Knack, S., Lee, Y., & Azfar, O. (2001). Gender and corruption. *Journal of development economics*, 64(1), 25-55.

Szücs, F. (2014). M&A and R&D: Asymmetric effects on acquirers and targets?. *Research Policy*, 43(7), 1264-1273.

Tanzi, V., & Davoodi, H. (1998). Corruption, public investment, and growth. In *The welfare state, public investment, and growth* (pp. 41-60). Springer, Tokyo.

Tobin, J. (1958). Estimation of relationships for limited dependent variables. *Econometrica: journal of the Econometric Society*, 24-36.

UNCTAD, I. (2019). Guidance on Core indicators for entity reporting on the contribution towards the attainment of the Sustainable Development Goals

United Nations Conference on Trade and Development. (2019). *World investment report 2019: Special economic zones*. UN.

Vazirani, N. (2012). Mergers and Acquisitions Performance Evaluation-A Literature Review. *SIES Journal of Management*, 8(2).

Warren, D. E., & Laufer, W. S. (2009). Are corruption indices a self-fulfilling prophecy ? A social labeling perspective of corruption. *Journal of business ethics*, 88 (4), 841-849.

Weber, Y. (1996). Corporate cultural fit and performance in mergers and acquisitions. *Human relations*, 49(9), 1181-1202.

Weber, Y., Tarba, S. Y., & Reichel, A. (2011). A model of the influence of culture on integration approaches and international mergers and acquisitions performance. *International Studies of Management & Organization*, 41(3), 9-24.

Wei, S. J. (1999). *Corruption in economic development: Beneficial grease, minor annoyance, or major obstacle?*. The World Bank.

Wei, S. J. (2000). How taxing is corruption on international investors?. *Review of economics and statistics*, 82(1), 1-11.

Weitzel, U., & Berns, S. (2006). Cross-border takeovers, corruption, and related aspects of governance. *Journal of International Business Studies*, 37(6), 786-806.

Wells Jr, L. T. (1977). The internationalization of firms from developing countries.

Wells Jr, L. T. (1981). Foreign investors from the Third World.

Wells, L. T. (1983). Third world multinationals: The rise of foreign investments from developing countries. *MIT Press Books*, 1.

Wesson, T. (1994). Towards a fuller understanding of foreign direct investment: the example of Hyundai's investment in the US personal computer industry'. *Business and Contemporary World*, 3, 123-26.

Wesson, T. J. (2004). Foreign direct investment and competitive advantage. Cheltenham, UK: Edward Elgar Publishing.

Witt, M. A., & Lewin, A. Y. (2007). Outward foreign direct investment as escape response to home country institutional constraints. *Journal of International business studies*, 38(4), 579-594.

Wu, S. Y. (2006). Corruption and cross-border investment by multinational firms. *Journal of Comparative Economics*, 34(4), 839-856.

Xie, E., Reddy, K. S., & Liang, J. (2017). Country-specific determinants of cross-border mergers and acquisitions: A comprehensive review and future research directions. *Journal of World Business*, 52(2), 127-183.

You, J. S., & Khagram, S. (2005). Erratum : A comparative study of inequality and corruption (American Sociological Review (2005) vol. 70 (136-157)). *American Sociological Review*, 70(3).

Zhao, J. H., Kim, S. H., & Du, J. (2003). The impact of corruption and transparency on foreign direct investment: An empirical analysis. *MIR : Management International Review*, 41-62.

Zhao, H., Luo, Y., & Suh, T. (2004). Transaction cost determinants and ownership-based entry mode choice: A meta-analytical review. *Journal of international business studies*, 35(6), 524-544.

7 Annexes

7.1 Annexe 1 — Liste des pays utilisés dans l'échantillon

Afrique du Sud	Mexique
Allemagne	Nouvelle-Zélande
Argentine	Nigeria
Australie	Norvège
Autriche	Pakistan
Belgique	Pays-Bas
Brésil	Pérou
Canada	Philippines
Chili	Pologne
Chine	Portugal
Colombie	République Tchèque
Corée du Sud	Royaume-Uni
Croatie	Russie
Cyprus	Singapore
Danemark	Sri Lanka
Égypte	Suède
Équateur	Suisse
Espagne	Thaïlande
États-Unis	Turquie
Finlande	Uruguay
France	Vietnam
Grèce	Zimbabwe
Hong Kong	
Hongrie	
Inde	
Indonesie	
Irlande	
Israël	
Italie	
Japon	
Jordanie	
Kenya	
Luxembourg	
Malaysie	

7.3 Annexe 3 — Corrélation entre les variables

	Nombre de F&A TF	LOG du volume des F&A TF	Différence dans l' indice de corruption	Indice de corruption	Distance géographique	Différence au carrée du PIB	Différence des LOG de population	Origine légale	Max (Import ; Export)	Protection des investisseurs dans le pays cible	Taux d' imposition de la cible	Rendement de l' indice boursier du pays acquéreur	Langue commune	Même religion
Nombre de F&A TF	1.0000													
LOG du volume des F&A TF	0.4464***	1.0000												
Différence dans l'indice de corruption	-0.0219***	-0.0557***	1.0000											
Indice de corruption	0.1036***	0.1804***	0.7134***	1.0000										
Distance géographique	-0.0971***	-0.1545***	0.0000	-0.0736***	1.0000									
Différence au carrée du PIB	0.2636***	0.2927***	-0.0000	0.0465***	0.0539***	1.0000								
Différence des LOG de population	-0.0049	0.0027	-0.5245***	-0.3742***	0.0000	-0.0000	1.0000							
Origine légale	0.0440***	0.0419***	-0.0104	-0.0146**	0.0912***	0.0962***	0.0220***	1.0000						
Max (Import ; Export)	0.3080***	0.2861***	0.0584***	0.0970***	-0.2118***	0.3022***	0.2207***	-0.0109*	1.0000					
Protection des investisseurs dans le pays cible	0.0992***	0.1712***	0.5569***	0.7804***	0.0183***	0.0501***	-0.2092***	0.3520***	0.0816***	1.0000				
Taux d'imposition de la cible	0.0725***	0.0854***	-0.0995***	-0.1393***	0.1378***	0.1375***	0.3298***	-0.0372***	0.1530***	-0.0563***	1.0000			
Rendement de l'indice boursier du pays acquéreur	-0.0115*	-0.0218***	0.0036	-0.0003	-0.0265***	-0.0105*	0.0355***	-0.0022	0.0038	-0.0018	0.0056	1.0000		
Langue commune	0.1439***	0.1756***	0.0000	0.0237***	-0.0497***	0.0766***	0.0000	0.2535***	0.1268***	0.1225***	0.0657***	0.0490***	1.0000	
Même religion	0.0865***	0.1233***	0.0000	0.0242***	-0.1276***	0.0771***	0.0000	-0.1307***	0.1083***	-0.0681***	0.1057***	-0.0516***	0.1460***	1.0000

7.4 Annexe 4 — Explication des variables

Nom de la variable	Définition de la variable et sa source
Variables dépendantes	
Variable binaire des F&A	Variable binaire qui prend la valeur de 1 lorsqu'il est possible d'observer au moins une transaction de F&A entre une paire de pays pour une année donnée. Source : Base de données <i>SDC Platinum</i> , sur plusieurs années
Nombre de F&A	Représente le nombre de transactions où il y a changement de contrôle (l'acquéreur possède 50 % ou plus des actions de la cible) entre le pays acquéreur et le pays cible d'une paire de pays pour une année donnée. Source : Base de données <i>SDC Platinum</i> , sur plusieurs années
LOG du volume de F&A	Représente le logarithme en base 10 du volume en millions de dollars US de la somme des transactions de F&A entre le pays acquéreur et le pays cible d'une paire de pays pour une année donnée. Source : Base de données <i>SDC Platinum</i> , sur plusieurs années
Variables d'intérêts	
Différence de corruption	La différence entre l'Indice de perception de la corruption (CPI) de l'acquéreur et de la cible dans une paire de pays pour une année donnée. Transparency International utilise une définition de la corruption semblable à la mienne soit : l'usage frauduleux des pouvoirs publics pour obtenir des gains personnels. L'index est selon une échelle qui va de 0 (le plus corrompu) à 100 (le moins corrompu). Source : <i>Transparency International</i> , sur plusieurs années
Corruption de la cible	Représente l'indice de perception de la corruption (CPI) du pays cible pour une paire de pays pour une année donnée. L'index est selon une échelle qui va de 0 (le plus corrompu) à 100 (le moins corrompu). Source : <i>Transparency International</i> , sur plusieurs années
Corruption de l'acquéreur	Représente l'indice de perception de la corruption (CPI) du pays acquéreur pour une paire de pays pour une année donnée. L'index est selon une échelle qui va de 0 (le plus corrompu) à 100 (le moins corrompu). Source : <i>Transparency International</i> , sur plusieurs années

Variables de la relation entre la cible et l'acquéreur	
Distance géographique	La distance est calculée suivant la formule du grand cercle, qui utilise les latitudes et les longitudes de la capitale officielle de chaque pays de la paire de pays donnée. Source : CEPII (http://www.cepii.fr/CEPII/fr/bdd_modele/presentation.asp?id=6)
Frontière partagée	Variable binaire qui prend la valeur de 1 lorsque la paire de pays partage une frontière et la valeur 0 lorsque ce n'est pas le cas. Source : CEPII (http://www.cepii.fr/CEPII/fr/bdd_modele/presentation.asp?id=6)
Différence au carré entre les PIB du pays acquéreur et du pays cible	Le logarithme en base 10 du pays cible en dollars US courant duquel est soustrait le logarithme en base 10 du pays acquéreur en dollars US courant, pour une paire de pays, le résultat est mis au carré. Source : <i>The World Bank DataBank, World Development Indicators.</i>
Différence des LOG de population	Le logarithme en base 10 de la population du pays cible duquel est soustrait le logarithme en base 10 de la population du pays acquéreur pour une paire de pays. Pour calculer la population, l'ensemble des résidents d'un pays est compté, peu importe le statut des résidents du pays, l'estimation du nombre est faite à la mi-année. Source : <i>The World Bank DataBank, World Development Indicators.</i>
Différence des LOG de PIB par habitant	Le logarithme en base 10 du PIB par habitant en dollars US courants du pays cible duquel on soustrait le logarithme en base 10 du PIB par habitant en dollars US courant du pays acquéreur. Le PIB par habitant est défini comme étant le produit intérieur brut divisé par la population en milieu d'année. Source : <i>The World Bank DataBank, World Development Indicators.</i>
Différence de croissance du PIB	Le taux de croissance annuel en pourcentage du PIB de la cible duquel est soustrait le taux de croissance annuel en pourcentage du PIB de l'acquéreur. Le taux de croissance annuel en pourcentage du PIB est au prix du marché basé sur une monnaie locale constante. Les agrégats sont basés sur des dollars US constants de 2010. Source : <i>The World Bank DataBank, World Development Indicators.</i>
Origine légale	Représente une variable binaire qui prend la valeur de 1 si le pays cible a comme origine légale la <i>Common Law</i> et la valeur de 0 dans les autres cas. Source : <i>CIA World Factbook.</i>

Max (<i>Import : Export</i>)	Mesure en pourcentage qui représente le maximum des importations et des exportations bilatérales entre deux pays. La valeur est calculée comme étant celle des importations par le pays de l'entreprise cible provenant du pays de l'entreprise acquéreuse en tant que fraction des importations des importations totales du pays de l'entreprise cible. La valeur des exportations bilatérales est calculée de la même manière. Source : <i>UN Comtrade Database</i> https://comtrade.un.org/Data/
Accords commerciaux régionaux	Variable binaire qui prend la valeur de 1 lorsqu'il y a un accord commercial régional en vigueur entre les pays cibles et acquéreurs pour une paire de pays et une année donnée. Source : World Trade Organization (wto.org).
Traités bilatéraux d'investissements	Variable binaire qui prend la valeur de 1 lorsqu'il y a un traité bilatéral d'investissement en vigueur entre les pays cibles et acquéreurs pour une paire de pays et une année donnée. Source : World Trade Organization (wto.org).
Variables spécifiques aux pays cibles	
LOG du PIB	Le logarithme en base 10 du PIB en dollars US constants du pays cible. Source : <i>World Bank DataBank, World Development Indicators</i> .
LOG du PIB par habitant	Le logarithme en base 10 du PIB par habitant en dollars US courant du pays cible. Source : <i>World Bank DataBank, World Development Indicators</i> .
LOG de la population	Le logarithme en base 10 de la population du pays cible. Source : <i>World Bank DataBank, World Development Indicators</i> .
Application des lois	L'index est créé par le World Justice Project et sert à mesurer la qualité de l'application des lois dans le pays cible. L'index et les résultats sont organisés autour de huit facteurs principaux soit : (1) les contraintes sur les pouvoirs du gouvernement (2) l'absence de corruption (3) l'ouverture du gouvernement (4) les droits fondamentaux (5) l'ordre et la sécurité (6) l'application réglementaire (7) la justice civile et (8) la justice criminelle. L'index est construit selon une échelle qui va de 0 (la plus faible application des lois) à 1 (la meilleure application des lois) Source : https://worldjusticeproject.org/ .

Protection des investisseurs	<p>L'index consiste à la moyenne de trois indices qui permet de mesurer la qualité de la protection des investisseurs dans le pays cible, soit (1) La protection des investisseurs minoritaires (2) la force des audits et les standards de comptabilité et (3) la force de la protection des investisseurs. Les deux premiers indices sont sur une échelle de 7 où 0 représente le moins bon résultat et 7 le meilleur. Le troisième indice est sur 10 et ramené sur 7 pour ensuite faire une moyenne des trois indices. Source : <i>World Economics Forum</i> (http://reports.weforum.org/global-competitiveness-index-2017-2018/competitiveness-rankings/#series=INVESTPROIDX).</p>
Qualité de la divulgation des résultats	<p>L'indice s'intéresse à la mesure dans laquelle les investisseurs sont protégés par la divulgation de la propriété et des informations financières dans le pays cible. L'indice va de 0 à 10 et les valeurs les plus élevées indiquent une meilleure qualité de divulgation. Source : <i>World Bank DataBank, World Development Index</i>.</p>
Taux d'imposition corporatif moyen	<p>Représente le taux d'imposition corporatif moyen sur les revenus dans le pays cible, et est exprimé en pourcentage. Source : OECD https://stats.oecd.org/</p>
Volatilité de la devise	<p>Représente la moyenne annuelle des changements mensuels dans la volatilité de la devise locale du pays cible par rapport au dollar américain, exprimé en pourcentage. Source : Bloomberg</p>
Taux de chômage	<p>Représente la part de la population active qui est sans travail, mais disponible et à la recherche d'un emploi dans le pays cible, exprimé en pourcentage. Source : <i>World Bank DataBank, World Development Index</i>.</p>
Variables spécifiques aux pays acquéreurs	
LOG du PIB	<p>Le logarithme en base 10 du PIB en dollars US constants du pays acquéreur. Source : <i>World Bank DataBank, World Development Indicators</i>.</p>
LOG de la population	<p>Le logarithme en base 10 de la population du pays acquéreur. Source : <i>World Bank DataBank, World Development Indicators</i>.</p>
LOG du PIB par habitant	<p>Le logarithme en base 10 du PIB par habitant en dollars US courant du pays acquéreur. Source : <i>World Bank DataBank, World Development Indicators</i>.</p>

Rendement moyen de l'indice boursier	Représente la moyenne annuelle des rendements mensuels de l'indice boursier national du pays acquéreur, exprimé en pourcentage. Source : Bloomberg
Variables culturelles	
Langue officielle	Variable binaire qui prend la valeur de 1 lorsqu'une langue officielle du pays acquéreur est la même que l'une des langues officielles du pays cible et la valeur de 0 dans les autres cas. Source : <i>CIA World Factbook</i> .
Religion la plus pratiquée	Variable binaire qui prend la valeur de 1 si le pays cible et le pays acquéreur ont la même religion la plus pratiquée au sein de leur population et 0 dans les autres cas. Source : <i>CIA World Factbook</i> .
Relation coloniale	Variable binaire qui prend la valeur de 1 lorsque le pays cible et le pays acquéreur ont la même origine coloniale et 0 dans les autres cas. Source : <i>CIA World Factbook</i> .
Fractionnement ethnolinguistique	Le fractionnement ethnolinguistique représente la probabilité que deux personnes sélectionnées au hasard appartiennent au même groupe religieux et ethnique. L'indice est calculé sur une échelle de 0 à 1 ou 0 ne représente aucun fractionnement et qu'il est certain que les deux personnes sélectionnées au hasard appartiennent au même groupe religieux et aient la même ethnie alors que 1 veut dire qu'il est improbable que les deux individus appartiennent au même groupe religieux et ethnique. Source : La Porta (1999) et complété avec la <i>Historical Index of Ethnic Fractionalization Dataset (HIEF)</i> de Harvard Dataverse (https://dataverse.harvard.edu/dataset.xhtml?persistentId=doi:10.7910/DVN/4JQRCL)